

**FERDINANDO DI FENIZIO**

# **QUESTIONI MONETARIE**



---

**CASA EDITRICE ARACNE**

**1934 - MILANO - XII**





**QUESTIONI MONETARIE**



DEP. J. 1282

**FERDINANDO DI FENIZIO**

PUV0264031

# **Q U E S T I O N I M O N E T A R I E**



---

**CASA EDITRICE ARACNE**  
**1934 - MILANO - XII**

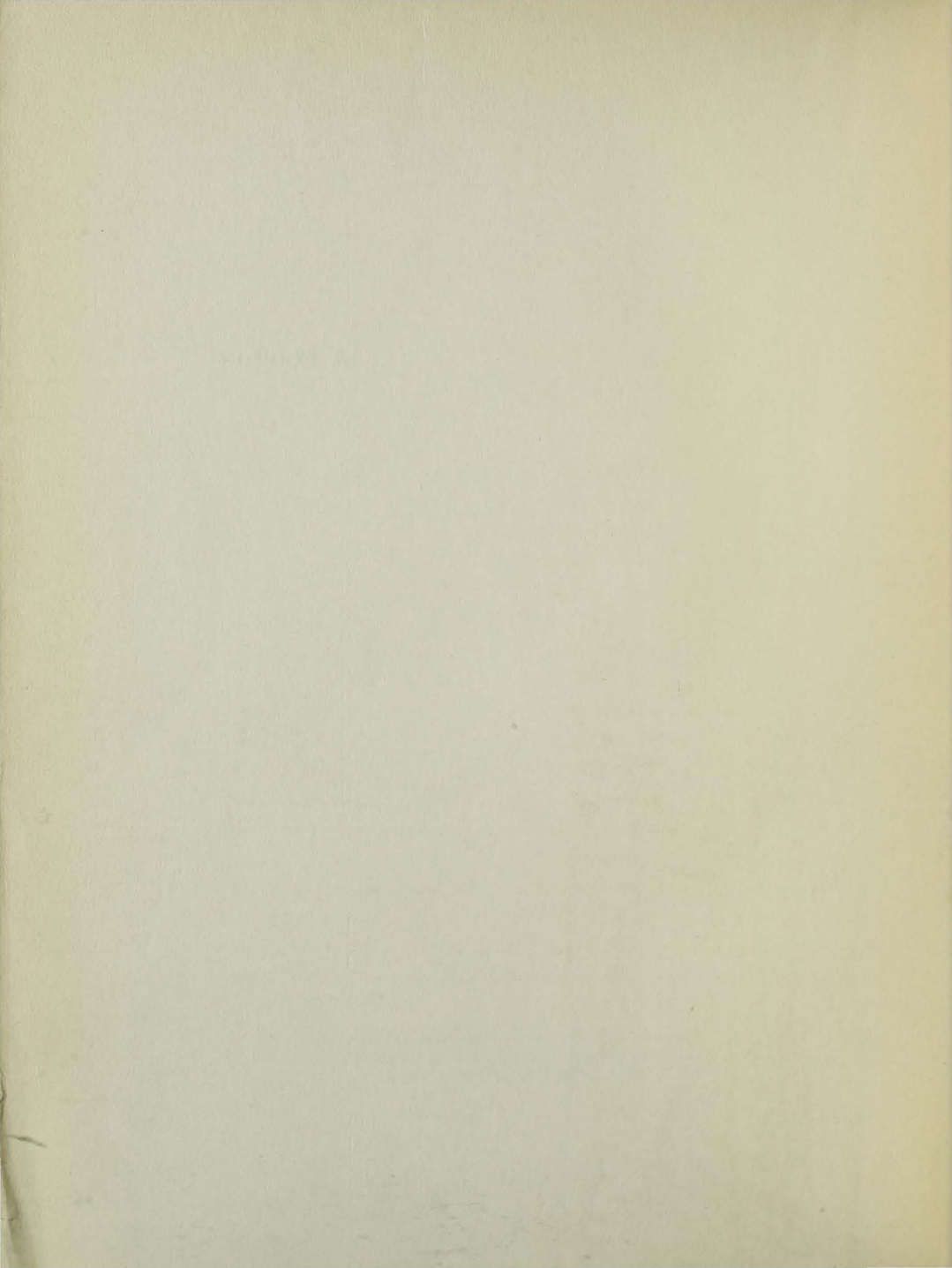
N.ro INVENTARIO PRE 16233

---

STAB. TIP. DE « LA GAZZETTA DELLO SPORT »  
MILANO - VIA GALILEO GALILEI, 5-BIS

**A Marina**





## Prefazione

*I* problemi che interessano banche credito e moneta sono, sulla scena di questo vecchio mondo, continuamente alla ribalta da parecchi anni. Gli eventi, nell'ambito dei vari mercati monetari, si succedono così celermente gli uni agli altri, da rendere spesso insufficiente — per commenti che vogliano seguire le innovazioni passo passo — anche l'articolo settimanale che, per tradizione, ogni redattore capo di un foglio politico suol concedere al proprio redattore economico. Gli articoli che seguono, poco più di venti, — da noi pubblicati, in varie occasioni, dopo l'ottobre 1933 — non possono che considerare le innovazioni principali in questo campo, i pinnacoli più appariscenti di una catena di montagne che pare sappia allungarsi a dismisura.

Chi si propone di discutere — su giornali o riviste non strettamente scientifiche — argomenti simili a quelli esaminati in appresso non ha soltanto il compito di facilitare la lettura dei suoi scritti con una terminologia alla portata dei non-tecnici, di inzuccherare la sua prosa con frasi che valgano ad alleviare la fatica a chi legge; ma soprattutto il dovere di pre-

*sentare il ragionamento in modo, per così dire, « stilizzato », onde il lettore non abbia a perdere, fra la moltitudine delle ramificazioni, la visione dell'insieme. Ciò spiega la rappresentazione schematica di qualche argomento, ma non sottrae, come si potrebbe credere, l'autore da ogni responsabilità: poichè è anche suo obbligo l'assicurarsi che — pure nella visione più complessa presentantesi alla mente dello specialista — il ragionamento sia saldo in tutti i suoi punti. Ed a questo obbligo non abbiamo inteso sottrarci.*

*La suddivisione degli scritti, a seconda che riguardino questo o quel mercato monetario e finanziario, ha forse il torto non lieve di impedire una visione d'insieme di fenomeni contemporanei, spesso legati da rapporti causali quantunque verificantesi in luoghi diversi; ma ha il vantaggio di permettere a chi legge di intravedere situazioni intermedie fra quante, riguardando un solo mercato, forniscono il soggetto ai commenti, e nello stesso tempo di osservare l'evoluzione nel pensiero di chi scrive sotto l'impulso di nuovi dati e fatti. Per questo venne preferito quest'ordine a quello semplicemente cronologico.*

*L'ordine di successione dei vari mercati poi, — in questo volumetto — dà modo di constatare le diversità profonde che separano i provvedimenti presi nell'ambito del blocco dell'oro da quelli decisi in paesi nei quali, come in Germania, la moneta « sana » è piuttosto apparenza che realtà, oppure in quei gruppi economici — blocco della sterlina o del dollaro — nei quali la moneta venne abbassata al livello di uno strumento di politica internazionale.*

*Gli ultimi articoli, trattando della migliore utilizzazione*

## P R E F A Z I O N E

---

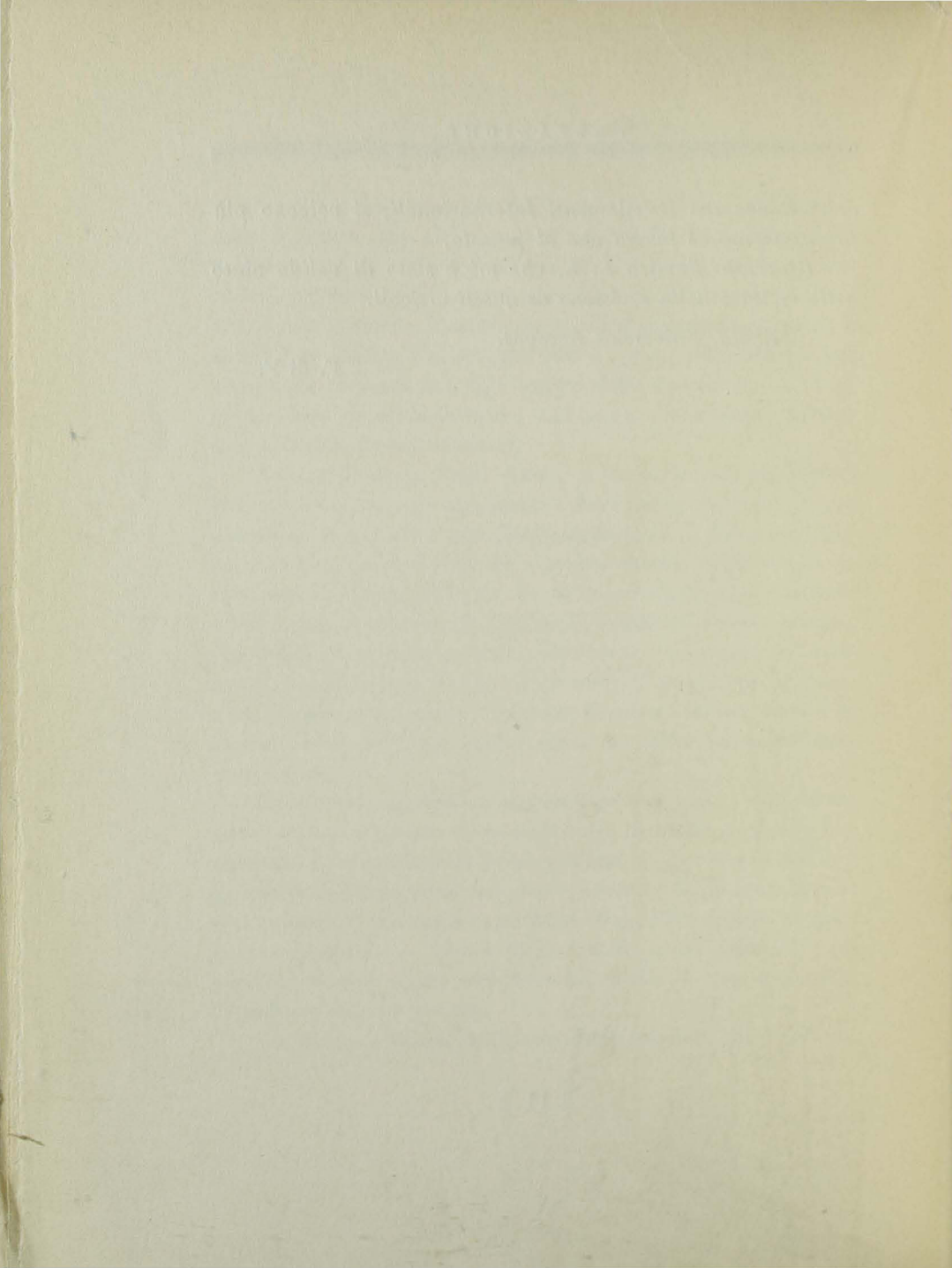
*della Banca dei Regolamenti Internazionali, si volgono più propriamente al futuro che al passato.*

*Ringrazio l'amico L. L. che mi è stato di valido aiuto nella scelta e nella revisione di questi articoli.*

*Milano, Università Bocconi.*

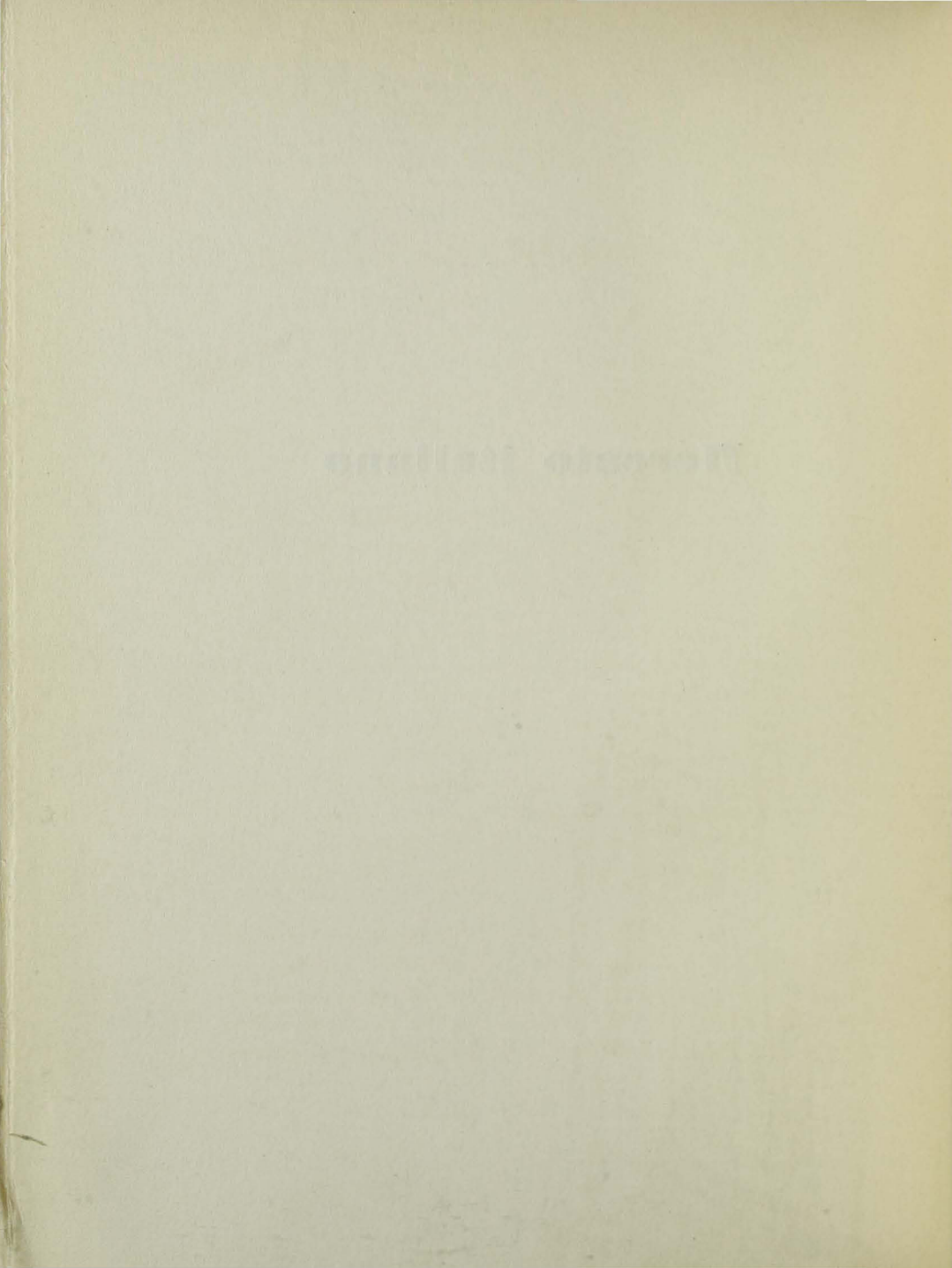
F. di F.







# **Mercato italiano**



## Le riserve auree della Banca d'Italia

**L**e relazioni annuali del Governatore della Banca d'Italia, all'assemblea degli azionisti, meriterebbero di essere più ampiamente lette, meditate e commentate. E non soltanto da chi — e sono i più — vuol avere una visione, diremmo così panoramica, degli avvenimenti monetari e finanziari dell'ultimo anno, ma (e specialmente) da chi ricerca nuovi dati statistici su questo o quel problema d'interesse generale o si preoccupa di ottenere una guida per l'interpretazione delle cifre già note. *Specialmente per il raggiungimento di questi due ultimi scopi, le relazioni del nostro istituto di emissione sono, di frequente, insostituibili:* vuoi perchè la Banca d'Italia, come unico organo direttore del mercato creditizio è in una situazione unica per la rilevazione dei fenomeni che interessano l'organismo bancario italiano; vuoi perchè essa, per mezzo dell'alta competenza tecnica dei suoi dirigenti, è in grado di suggerire ed eseguire quella elaborazione dei dati che, in modo più conveniente, può facilitare il loro successivo commento.

Non si può tuttavia affermare che la stampa tecnica, in special modo, abbia saputo trarre tutti i possibili vantaggi che ad essa vengono offerti da questo documento. Esso costituisce ancor oggi (ed è trascorso ormai il terzo anno, da quando il nuovo Governatore, Azzolini, ha voluto arricchire la pubbli-

cazione del suo istituto di numerose tavole statistiche) una miniera solo in piccola parte sfruttata.



Per convincersene si osservino attentamente anche soltanto i dati che riguardano direttamente le riserve auree dell'istituto o che possono essere convenientemente usati dai commentatori per comprendere e spiegare il significato delle variazioni nelle riserve stesse. Si potrà forse affermare che le cifre sulla consistenza delle riserve, sui loro rapporti percentuali con la circolazione e gli impegni a vista, sono sufficientemente note al pubblico; ma si potrebbe dire altrettanto per quanto riguarda le variazioni stagionali e cicliche nelle riserve stesse, oppure le loro variazioni irregolari (p. e. dovute all'acquisto di oro all'interno)? Si potrebbe asserire che il pubblico attraverso pochi dati assoluti, e pochi rapporti, ha veramente compreso la *natura e l'importanza* delle variazioni che sono intervenute in un determinato tratto di tempo? Eppure ci troviamo di fronte a dati sui quali, per molte ragioni e non tutte buone, s'insiste di preferenza. Va da sè che trattando ad esempio dei dati sulla evoluzione del sistema bancario (dati pur essi pubblicati annualmente nella relazione) sarebbe stato necessario rafforzare assai i toni. E non è certo quest'ultimo, un caso unico.



Non vogliamo però continuare in questa geremiade di sterili recriminazioni. E ripubblichiamo, con qualche commento, alcuni dati — calcolati e resi noti, già da un triennio,



nella relazione della Banca d'Italia, ma perfettamente ignoti al pubblico — sulla *riserva in eccedenza al limite legale*.

E' probabilmente noto a molti, che i tecnici monetari dànno speciale importanza, negli ultimi tempi, ai rapporti esistenti fra riserva aurea dell'istituto di emissione e bilancia dei pagamenti con l'estero, del paese in cui esso opera. Alla Conferenza di Londra il problema delle riserve non venne praticamente affrontato da un altro punto di vista: la recente relazione (settembre 1933) della Commissione Macmillan per la riforma bancaria al Canada, può pure venire ricordata a questo proposito, e così via. Talchè la classica affermazione di Ricardo circa la possibilità di una circolazione cartacea interamente scoperta, e non deprezzantesi all'interno, per il suo ben regolato ammontare, forma, si può dire, la base delle discussioni moderne in argomento.

Partendo da questo punto di vista, e tenendo conto, nello stesso tempo delle disposizioni prescritte dalle attuali leggi bancarie disciplinanti il diritto di emissione — leggi che in genere fissano una copertura minima di riserve, in rapporto od alla circolazione, od a tutti gli impegni a vista — assume un particolare significato l'osservare le variazioni che intervengono nell'*ammontare delle riserve in eccedenza al limite legale*: di quelle riserve cioè che, in teoria, potrebbero essere liberamente esportate senza che l'istituto di emissione sia costretto, per disposizioni della legge bancaria, a far variare i propri impegni.

La Banca d'Italia, fin dalla relazione pubblicata nel 1932, ha provveduto a calcolare le proprie *riserve eccedenti*: e la seguente tabella che noi abbiamo soltanto provveduto ad ag-



giornare, permette di seguire le variazioni in questo dato, fino al 31 marzo 1934:

*Riserve auree della Banca d'Italia  
e riserve eccedenti il limite legale*  
(in milioni di lire)

Data (fine)		Totale riserva aurea	Totale impegni a vista	Riserva nella prop. legale	Riserva eccedente
		A	B	C	D
Dicembre 1932	. . . . .	7.144.0	15.294.4	6.117.8	1.026.2
Giugno 1933	. . . . .	7.087.8	14.403.5	5.761.4	1.326.4
Dicembre 1933	. . . . .	7.396.7	14.812.2	5.924.9	1.471.8
Gennaio 1934	. . . . .	7.373.4	15.124.9	6.049.9	1.323.5
Febbraio 1934	. . . . .	7.188.2	14.433.9	5.773.6	1.414.6
Marzo 1934	. . . . .	6.918.3	14.250.9	5.700.4	1.217.9



Dai pochi dati raccolti nella colonna (D) si possono trarre alcune interessanti deduzioni. La prima riguarda la consistenza, in cifre assolute, della riserva in eccedenza al limite legale. Non vi è alcun bisogno di insistere sul fatto che la trasferibilità all'estero anche di un ammontare superiore ad un miliardo di lire, — senza che si possa essere costretti a restringere il credito — costituisce una delle prove di più evidente significato, *della solidità tecnica assoluta della lira*. Chi mentalmente paragoni questo ammontare a quello delle recenti esportazioni di oro e di valute per motivi di evidente carattere stagionale, si convincerà, assai meglio che per una lunga catena di considerazioni della limitatissima importanza — anche dal punto di vista della situazione creditizia del Paese — di questo deflusso metallico.

La seconda deduzione riguarda le variazioni intervenute nell'ultimo anno; un raffronto fra i dati raccolti nella colonna (A) con quelli pubblicati nella colonna (D) permette

di constatare che, quantunque la massa di riserve auree a fine 1932 sia lievemente superiore a quella al marzo 1934, l'ammontare delle « riserve eccedenti » in tempi a noi più recenti, supera invece quello aventesi alla prima data. Ciò equivale a dire che, per la severa politica creditizia del nostro istituto di emissione, *la situazione tecnica della lira ha subito un miglioramento nel 1934*; conclusione questa, opposta a quella che erratamente si potrebbe dedurre osservando soltanto i dati raccolti nella prima colonna.



Altre considerazioni interessanti si potrebbero trarre da un raffronto, effettuato mese per mese, delle variazioni nei dati della colonna (A) con quelli della colonna (D); (in molti casi le variazioni sono addirittura in senso contrario); ed altre, forse più significative ancora si avrebbero mettendo in relazione la riserva eccedente, mese per mese, con i dati della bilancia del commercio dell'Italia, o con le poche cifre disponibili sulla bilancia dei pagamenti.

Ma è quest'ultimo, un argomento troppo vasto, per poter essere qui affrontato: per la mole di rilevazioni ed elaborazioni statistiche che esso richiede, potrebbe costituire il soggetto di uno scritto ben più ampio dell'attuale.





## Come il nostro Istituto di Emissione manovra la politica dello sconto

**L**'undici dicembre 1933 la Banca d'Italia, con un provvedimento che avrà le più favorevoli ripercussioni sull'economia italiana, ha ridotto il tasso di sconto dal 3 1/2% (minimo assoluto, dalla costituzione del Regno) al 3%.

Ma non è, forse, opportuno considerare soltanto quest'ultima variazione. Si valuta assai meglio il movimento complessivo nei tassi, osservando i pochi dati che riuniamo nella tabella seguente. Appare da essa che, in poco più di un anno, il tasso ufficiale, da un massimo del 7 % (saggio questo però che venne toccato soltanto « come misura precauzionale » contro le possibili ripercussioni della caduta della sterlina) ha raggiunto il livello più sopra ricordato, permettendo al mercato monetario italiano di uniformarsi alle condizioni attualmente esistenti sui principali mercati esteri.

### *Variazioni nel saggio ufficiale della Banca d'Italia*

Data	dal	al
28 settembre 1932	5½ %	7 %
21 marzo 1933	7	6
2 maggio	6	5
9 gennaio	5	4
4 settembre	4	3½
11 dicembre	3½	3

Naturalmente il raddolcimento dei tassi sul mercato monetario è stato il motivo principale di un analogo raddolci-

mento dei saggi sul mercato finanziario e di ciò abbiamo giornalmente manifestazioni nella ripresa dei fondi pubblici e dei titoli a reddito fisso in genere. Tuttavia sul mercato dei capitali la diminuzione nei saggi (come è avvenuto anche all'estero) è stata meno pronta che sul mercato dei fondi a breve termine, senza che sia possibile per ora prevedere se, in futuro, in questo campo verrà riguadagnato il terreno perduto. Questa imperfetta sincronia nelle variazioni dei tassi in vigore nei due mercati (i quali, in ispecie in Italia, sono così strettamente uniti, da rendere discutibili tutte le proposte suddivisioni teoriche) costituisce probabilmente il motivo principale della differenza fra il saggio di sconto ed il saggio per anticipazioni applicato dalla Banca d'Italia. Differenza che è stata spesso discussa negli ambienti tecnici.

Il 9 Gennaio 1932 il tasso di sconto venne ridotto dal 5 al 4% come già sappiamo; ma non si ebbe una variazione analoga (come era fino allora abituale) nel tasso per anticipazioni della Banca d'Italia. E questo rimase quindi al 5%. Le successive mutazioni non permisero al tasso per anticipazioni di riportarsi allo stesso livello del tasso di sconto: di modo che attualmente vi è ancora tra i due saggi uno scarto di mezzo punto.

Il caso non è senza precedenti, poichè già il 7 marzo 1925, per ricordare l'esempio più recente, mentre le borse-valori vedevano uno dei più importanti movimenti speculativi al rialzo della nostra storia finanziaria, la Banca d'Italia ebbe ad elevare il tasso per anticipazione al 6 1/2 %, mentre il tasso di sconto rimaneva immutato al 6 %. Ed il divario sussiste fino al 3 giugno dello stesso anno, quando pure il tasso di sconto



fu portato al 6 1/2%. Tuttavia ciò che rende più interessante il caso attuale, è il persistere per più lungo tempo di questo divario. Tanto che esso, a quanto pare, da eccezionale (per il nostro mercato) sembra voler divenire normale.



Sarà bene far subito notare che uno scarto fra il saggio di sconto ed il saggio per anticipazioni applicato dall'istituto di emissione è *di regola* in mercati più ampi e tecnicamente più evoluti del nostro; nè ci si limita ad un divario di un mezzo punto, poichè in qualche caso (come Parigi ad esempio) il divario è quadruplo del precedente.

*Tassi di sconto e d'anticipazione in vigore presso i principali istituti di emissione (a fine dicembre 1933)*

Banca	Tasso di sconto	Tasso per antic. su tit.
Banca d'Italia	3	3½ %
Banca di Francia	2½	4½
Reichsbank	4	5
Banca Naz. Belga	3½	4
Banca d'Olanda	2½	3
Banca Naz. Svizzera	2	2½
Banca Reale Svedese	3	4

Si noterà che manca nell'elenco la Banca d'Inghilterra: ma neppure questa costituisce un'eccezione. Poichè essa pubblica soltanto il saggio di sconto da considerarsi come *tasso minimo* per ogni ricorso al credito banca centrale. I « *lombard loans* » (e cioè i prestiti su titoli per un periodo che varia dai 7 giorni a tre mesi) come ha spiegato anche recentemente Sir Ernest Harvey al Comitato Macmillan, sono effettuati ad un tasso superiore di 1/2-1% al saggio ufficiale, a

seconda delle caratteristiche dei titoli offerti e di quelle del presentatore.



Le ragioni di questo scarto tra i saggi ufficiali (a prima vista non ci si rende conto perchè il ricorso al credito-banca centrale sotto una forma, debba essere più oneroso che sotto un'altra) sono numerose e variano naturalmente da mercato a mercato ed a seconda delle varie situazioni di fatto.

In linea teorica potrebbero essere suddivise in due grandi gruppi, a seconda che riguardino cioè (a) *il « rischio » a cui l'istituto d'emissione si sobbarca* e (b) *« l'impiego » cui vengono destinati i fondi forniti dalla banca centrale alla collettività*.

a) Si è detto che il rischio che l'istituto d'emissione si assume in seguito ad una anticipazione su titoli è superiore a quello che gli incombe per normali operazioni di sconto, poichè (1) l'istituto non ha nel primo caso altra garanzia che quella dei titoli accettati, mentre nel secondo esso può vantare diritti verso almeno tre co-obbligati solidariamente; (2) perchè il valore, in valuta nazionale, delle cambiali scontate rimane fisso, mentre il valore dei titoli varia a seconda delle quotazioni di borsa, ed infine (3) perchè i prestiti su titoli sono soggetti più facilmente a creare « immobilizzi » durante le crisi economiche o politiche, di quanto non siano i prestiti per il finanziamento di normali operazioni commerciali. Da ciò la discriminazione nei tassi.

Si vede tuttavia che se non si può negare in modo assoluto ogni contenuto a questi motivi, essi sono ben lungi dal poter essere applicati al nostro mercato ed al caso nostro. Poi-

chè questa discriminazione di rischi, a scapito delle anticipazioni, non ha molte ragioni di sussistere, se l'istituto si limita ad operazioni su titoli di prim'ordine (ad esempio su titoli pubblici) con mutuatari di indubbia solvibilità (grandi istituti di credito) e per un importo inferiore sensibilmente alle quotazioni di borsa. E tanto più poi, se la capacità di assorbimento del mercato, per titoli di questa specie, come attualmente rimane integra.

b) Possono quindi metterci più facilmente sulla buona via le considerazioni che fanno dipendere lo scarto dall'*impiego* cui vengono destinati i fondi forniti dall'istituto centrale. Mentre il credito concesso a mezzo di normali operazioni di sconto (carta commerciale) viene direttamente convogliato verso impieghi produttivi, le destinazioni delle disponibilità avute a mezzo di anticipazioni su titoli sono meno facilmente accertabili (o non lo sono affatto) e potrebbero — si dice — risolversi in finanziamenti di carattere speculativo. Le prime operazioni, in altre parole, (per adottare la terminologia del Keynes) alimenterebbero con maggior probabilità la circolazione industriale; le seconde, invece, la circolazione finanziaria. Lo scarto fra i due tassi quindi tenderebbe a diminuire la probabilità di operazioni della seconda specie, nei confronti delle prime. Tanto più che, in ogni caso, si giudica pericoloso che il tasso per anticipazioni rimanga inferiore al normale rendimento dei titoli accettati: *poichè, la differenza tra i tassi andando a favore del mutuatario, stimolerebbe le operazioni stesse e potrebbe provocare il sorgere di dannose superstrutture creditizie.*

Neppure questi motivi possono applicarsi al nostro caso,



ad occhi chiusi. Tanto più se si riflette che le austere condizioni in cui opera il nostro istituto d'emissione ed i rapporti tra esso e gli altri partecipanti al sistema bancario, permettono più facilmente discriminazioni « soggettive » e specifiche piuttosto che altre « oggettive » e generiche. Tuttavia mi pare si possa indicare, tra i motivi dello scarto attualmente esistente fra i saggi di sconto ed i saggi d'anticipazione, *il livello ancora relativamente alto dei saggi di capitalizzazione dei principali titoli ricevuti dalla Banca d'Italia per simili operazioni.*

Se questa ipotesi, che qui prospettiamo, è fondata, si avrebbe in ciò una nuova prova della *souplesse* con la quale il nostro istituto d'emissione manovra il mercato, curando di non far mancare all'attività produttiva i vantaggi del raddolcimento dei saggi monetari sul mercato internazionale, ma nello stesso tempo premunendosi contro la possibilità di sviamento dei fondi messi a disposizione dell'organismo sociale, verso fini che non possono coincidere con quelli da cui si attende il massimo vantaggio collettivo.

## Per il rafforzamento del blocco-oro

« Non facciamoci delle illusioni sull'autarchia... ».

MUSSOLINI

**N**on è necessario ricordare che, dall'immediato dopo guerra in poi, — specialmente dall'inizio della depressione economica mondiale — i provvedimenti doganali intesi a procurare una sempre maggior « autarchia economica » ai vari aggregati politici, si sono moltiplicati. E' questo un argomento, sul quale quasi giornalmente si discute da anni e se da un lato gli economisti proclamano a gran voce su basi scientifiche che l'autarchia integrale, nel campo dell'economia è uno scopo irraggiungibile, e comunque assai penoso anche da avvicinare, i pubblicisti d'altro lato oppongono spesso alle prime argomentazioni, tutta una serie di ragioni politiche, sentimentali, morali, in favore della loro tesi. Nello svolgimento del dibattito non vi è lato del problema che non sia stato illuminato. E non occorre qui ritornare in argomento.

Meno noto tuttavia è che, accanto a queste varie provvidenze, le quali mirano a creare sempre più alte barriere doganali fra stato e stato, altre se ne vennero approvando, con scopi in certo modo opposti a quelli delle prime: misure cioè che avevano di mira l'abbassare le barriere doganali verso un determinato paese (legato al primo da vincoli politici, ecc.),



ottenendo in cambio da quest'ultimo, provvedimenti di reciprocità. In tal modo, sotto la pressione delle necessità economiche, l'ideale autarchico rimane sulle bandiere, ma viene tradito di sottecchi, poichè ci si avvia verso costruzioni autarchiche (o tendenzialmente autarchiche) riguardanti non più un solo stato, *ma un gruppo di stati* (compagine imperiale britannica; accordi doganali fra Stati Uniti e repubbliche sud-americane; convenzioni fra gli stati appartenenti alla Piccola Intesa, e così via).

L'Italia è stata in genere spinta sulla prima via dai provvedimenti doganali degli altri stati; per contro ha spesso indicato agli altri aggregati politici, come deviare, con provvedimenti singoli e limitati, da quel concatenarsi di misure che conduce ad un progressivo chiudersi dei mercati nazionali. Gli accordi realizzati con l'Austria e l'Ungheria sono i più recenti esempi di questo modo di procedere. Ma non sono affatto i soli, nè probabilmente saranno gli ultimi.



Convieni, poichè in tal modo sono individuate le direttive di marcia, esaminare ove sia meglio dirigere i nostri passi, per non dover correre il rischio di batter false piste ed assistere, impotenti, alla distruzione dell'opera di cesello, di negoziazioni pazienti.

Questo pericolo incombe se le negoziazioni doganali sono compiute con paesi a valuta non solidamente ancorata all'oro, oppure con paesi addirittura a valuta cartacea. Un deprezzamento della unità monetaria, infatti, anche se non è di so-

verchio mercato, muta i rapporti di scambio fra il paese che deprezza la propria valuta ed i paesi che non lo seguono su questa via; ed anche se queste mutazioni — a quanto insegnano gli economisti — sono *temporanee* (per il noto gioco dei prezzi) le posizioni d'arrivo sono talmente differenti dalle posizioni di partenza, da render inutilizzabili a distanza di qualche anno i risultati delle contrattazioni anteriori alla svalutazione. Si aggiunga poi, come corollario all'affermazione precedente che, stringendo rapporti con paesi a valuta cartacea, un paese a moneta sana lega a sè stesso le mani senza pretendere altrettanto dal contraente. Poichè quest'ultimo ha pur sempre la via d'uscita di un deprezzamento monetario.

Si deduce da ciò che, come paese a valuta sana, conviene meglio all'Italia, intraprendere negoziazioni doganali con i paesi partecipanti al blocco aureo; e non soltanto, in questo caso, per quei motivi che abbiamo finora indicato: ma anche perchè, per questa via, si giunge a quel rafforzamento del blocco dell'oro che ben a ragione, l'*Economist* rimproverava non essere seguito agli accordi monetari del luglio 1933.

E facciamo allora ancora un passo innanzi: verso qual paese degli appartenenti al blocco dell'oro (Francia, Italia, Svizzera, Olanda, Belgio, Polonia) conviene rafforzare le nostre correnti di scambi? Non credo che ci possano essere dubbi in proposito: con la Francia evidentemente. Poichè essa non soltanto costituisce l'aggregato politico economicamente più potente di tutti i paesi a valuta sana, ma anche perchè ha caratteristiche economiche e geografiche tali, nei confronti del nostro paese, da rendere facile e naturale questo incremento negli scambi.

Per questi motivi *debbono essere considerate con incondizionato favore le trattative commerciali che si stanno svolgendo attualmente fra Italia e Francia, a Parigi*, e seguono alle conversazioni fra l'on. Asquini ed il ministro del commercio Lamoureaux; per queste stesse ragioni — di cui abbiamo procurato di mostrare il concatenarsi — ci ci augura che esse debbano condurre ad importanti risultati, *per il vantaggio reciproco delle economie dei due paesi, in primo luogo; per il rafforzamento del blocco aureo (in quanto a questi primi passi altri ne potrebbero seguire) poi.*

L'Italia costituisce per la Repubblica francese un ottimo sbocco non soltanto per lane e cascami, prodotti tessili semilavorati e finiti, ma anche per rottami di ferro e carbone. E' evidente che queste correnti di scambio potrebbero subire un notevole incremento in futuro, spostando eventualmente la nostra domanda per questi prodotti essenziali alla nostra attività produttiva, dall'uno all'altro mercato: se tuttavia, beninteso, da parte francese si aderisse ad un ampliamento dei contingentamenti per le nostre esportazioni orto-frutticole od a misure in grado di facilitare la nostra esportazione in Francia di quei prodotti industriali (seta artificiale ad esempio) che, in passato, hanno trovato quivi ampio collocamento.

Dovremo forse trovare a Parigi, anche su questo terreno, quella incomprendione che abbiamo dovuto deplorare in altri casi? Oppure, per contro, nuovi rapporti commerciali fra l'Italia e Francia consolideranno e rafforzeranno in futuro quell'avvicinamento di cui si sono di recente avute manifestazioni, sul terreno politico?



## I “trends” nell'evoluzione del sistema bancario italiano

**P**er lo studio dell'andamento evolutorio (in inglese *trend*) di un determinato fenomeno, è necessario raffrontare la struttura dell'oggetto nel quale si concreta, in momenti a sufficienza distanziati nel tempo. Un raffronto fra la situazione esistente in tempi fra di loro ravvicinati può servire a poco e può indurre in errore: poichè variazioni di carattere unicamente temporaneo possono venire facilmente sopravvalutate nella loro portata.

Chi, dunque, si proponga di farsi un chiaro concetto dell'evoluzione subita dal sistema bancario italiano, negli ultimi tempi dovrà, mentalmente raffrontare la sua attuale struttura schematica con quella avutasi una decina d'anni fa almeno. Le direttrici secondo le quali viene compiuto un così lungo cammino, appaiono in piena chiarezza.



Affrontiamo innanzi tutto l'esame del nucleo centrale del sistema bancario: la banca centrale. Nel 1924 accanto alla Banca d'Italia operavano ancora con facoltà di emettere biglietti, i due banchi meridionali: il Banco di Napoli ed il Banco di Sicilia. L'importanza delle loro funzioni, in questi compiti che debbono essere riserbati all'istituto che dirige il

mercato, si erano andate gradatamente restringendo. La Banca d'Italia aveva già quasi completamente conquistato quella posizione di preminenza che sarà poi sanzionata e rafforzata dalla Legge del 1926. Ciò non toglie purtuttavia, che la facoltà concessa ai banchi meridionali, di operare nel campo della emissione, viziassse la semplicità strutturale del nucleo del sistema bancario, avvicinandolo a quelli meno evoluti, e distraesse l'opera dei banchi stessi da altri campi nei quali la loro attività si doveva dimostrare in seguito altamente proficua.

Attorno a questo nucleo di istituti direttori del mercato esistevano dieci anni fa quattro grandi banche. In teoria avrebbero dovuto essere unicamente banche di credito ordinario; in pratica tuttavia per una serie di circostanze esse avevano dovuto e voluto assumere il carattere di *banca mista*; di banca, cioè, che accanto alle operazioni di credito a breve alle industrie ed al commercio, per il solo finanziamento dei cicli produttivi, curasse altre operazioni, e per importi ben superiori a quelli delle precedenti, di credito a media scadenza, attenuando la deficienza di capitale, sul mercato, a tutto vantaggio di imprese produttive.

Più o meno collegate con questi grandi istituti — i quali formavano quindi un sistema di pianeti di prima grandezza attorno al nucleo delle banche di emissione — operava una miriade di altre banche: alcune a loro volta riunite in sistemi minori (banche popolari), altre non aventi caratteristiche, oltre alle dimensioni, che valessero a distinguerle dagli istituti maggiori (banche regionali); alcune specializzate in operazioni di determinato tipo (credito agrario, credito fondiario); altre



dedicantisi, sia pure con mezzi più o meno limitati, ad ogni specie di operazione creditizia, e così via. Più ci si allontanava dal centro, più aumentava il numero degli istituti operanti nel sistema e ne scemavano le dimensioni. Nel 1924 il numero degli istituti operanti in Italia era assolutamente superiore a quello che il mercato — in condizioni normali — potesse rendere proficui. E specialmente ai margini, la struttura del sistema era quella di un organismo che, sotto l'impulso di avvenimenti straordinari (inflazione), aveva percorso parecchio cammino lungo la china pericolosa del gigantismo.



Se questa struttura schematica del sistema bancario italiano del 1924 viene raffrontata mentalmente con quella ora esistente, le tendenze evolutorie appaiono in tutta la loro chiarezza.

Il centro, il nucleo direttore, in primo luogo si è semplificato. Dal 1926 in poi il sistema ha un'unica banca centrale, a somiglianza di quanto avviene all'estero, per i sistemi dei paesi finanziariamente più evoluti: la Banca d'Italia.

I banchi meridionali, esonerati dai compiti attinenti alla emissione, dedicano ora la maggior parte delle loro risorse al credito ordinario; essi hanno moltiplicato le loro ramificazioni, in tutto il regno, nell'ultimo decennio, potendo, ad un tempo, far leva e su di una massa ingente di beni patrimoniali, accantonati pazientemente durante lunghissimi anni di severe gestioni, e su di un imponente ammontare di depositi, e su di un'organizzazione impeccabile. Essi costituiscono quindi gli esponenti più rappresentativi di quel sistema di

istituti di diritto pubblico che, sotto svariate forme ed adempiendo alle più diverse funzioni, hanno preso il posto una volta detenuto dalle banche di credito ordinario, accanto al nucleo centrale. E sono oggi le travature più solide del sistema bancario italiano.

Le grandi banche di credito hanno perduto terreno. Dopo un periodo di florida espansione, sotto l'impulso di avvenimenti economici non normali (inflazione, ricostruzione industriale nel periodo del dopoguerra) esse, pure in conseguenza di avvenimenti eccezionali (depressione mondiale) hanno dovuto subire un marcato processo di involuzione. Si sono ridotte di numero, per mezzo di fusioni; hanno mutato di compiti abbandonando il credito a medio termine, per il credito ordinario puro e semplice, mentre, accanto ad esse (ciò che è importante perchè ci dà modo di individuare la terza tendenza evolutoria, la prima riguardando gli istituti di diritto pubblico e la seconda i maggiori istituti di credito) sorge e si sviluppa un sistema di istituti di credito a media scadenza (I.M.I. - I.R.I. ed i cosiddetti tre istituti « Beneduce ») a somiglianza di quanto è avvenuto in altri mercati esteri.

Alla periferia: razionalizzazione. Eliminazione di organismi anti-economici, attraverso a qualche dissesto (che però non reca gravi danni al risparmiatore italiano, considerato nella sua complessità) a fusioni, a liquidazioni; migliore delimitazione delle diverse zone di lavoro; più conveniente ripartizione delle filiali e delle sedi. Talchè raffrontato con la situazione esistente un decennio fa, il sistema bancario italiano appare come un vigoroso albero che sia stato sfrondatao dei suoi rami minori e rafforzato al tronco.

Non vi è alcun dubbio che queste tendenze evolutorie (è opportuno aver rappresentato analiticamente distinti l'uno dall'altro, per facilità di ritenzione, i « trends ») per l'organismo bancario italiano, vengano mantenute in futuro. Chi consulti le relazioni all'assemblea della Banca d'Italia e dei maggiori istituti potrà convincersene. Il cammino più lungo e faticoso, in alcuni sensi (grandi banche di credito ordinario, istituti minori periferici) è già stato superato. Ma in altre direzioni (istituto di diritto pubblico, istituti di credito a medio ed a lungo termine) vi è ancora molta strada da percorrere.

A méte raggiunte, l'apparato produttivo italiano potrà contare per il proprio finanziamento su di un organismo bancario che avrà forse caratteristiche alquanto diverse da quelle di altri, altrove operanti, ma che sarà certamente in grado di valutare meglio e con spirito mutato, i veri bisogni delle industrie e dei commerci, ed i reali interessi della collettività.







# **Mercato francese**



## Bufera sul franco francese

**D**ifficilmente una crisi ministeriale giunge meno opportuna — parliamo dal punto di vista dell'economia francese e, in parte, anche da quello dei paesi a *gold standard* — di quella che recentemente (1933) ha rovesciato il Ministero Sarraut. Pare che il parlamento francese non sappia rendersi conto che il mercato di Parigi sta attraversando un momento delicato: non è conveniente, nè sempre possibile che la banca centrale segua una politica monetaria e creditizia austera, mentre organi politici mostrano la loro riluttanza — con una inspiegabile leggerezza — a prendere quelle misure che, sole, possono definire una altrettanto austera politica finanziaria, ed avviare le aziende private e pubbliche verso quella generale riduzione nei costi, nella quale soltanto si può trovare una sicura via alla ripresa. Non è opportuno, nè conveniente che, trincerandosi dietro l'altezza delle riserve auree francesi, si tardi a prendere i provvedimenti necessari: poichè in questi momenti di intensi disordini monetari, ben spesso il peso dei fattori psicologici è tale, da condurre a imprevedibili effetti, dei quali il mercato francese e gli altri mercati, potrebbero seriamente risentire.

Da una mese circa le riserve auree della Banca di Francia mostrano una progressiva contrazione: il franco, sul mercato dei cambi, si fa notare per la sua debolezza. E si dà, per sicuro, a Londra, che in quest'ultima settimana l'*Exchange Equalisation Account* ha dovuto ripetutamente spostare il livello di difesa della sterlina, permettendo a questa valuta un maggior apprezzamento nei confronti del franco-francese. Anche alle quotazioni attuali — che si aggirano sugli 83-84 franchi per sterlina — la valuta inglese potrebbe paragonarsi ad un sughero, mantenuto a forza sott'acqua. Il pelo dell'acqua — sempre a quanto afferma la *City* — si aggirerebbe intorno a 90. Naturalmente non è questa una cifra che vada presa alla lettera: vale soltanto ad indicare che le cause di questo importante deflusso di capitali dal mercato francese non tendono affatto ad esaurirsi. E che, perciò, non sarebbe conveniente mostrare a loro riguardo un buddistico disinteresse o, tanto peggio, soffiare sul fuoco.

L'analisi di queste cause è senza dubbio l'introduzione migliore alla valutazione dei loro effetti, quali ci possono venir sommariamente indicati dalle situazioni settimanali della Banca di Francia. Tali cause — presentando il fianco alle accuse di eccessiva sistematizzazione — potrebbero essere così classificate: cause economiche, cause politiche e cause psicologiche.

Le cause economiche non hanno l'importanza maggiore, neppure di fronte alle cause politiche. Esse comprendono: a) il rimborso effettuato in questi giorni, dal tesoro francese, di un credito ottenuto nell'aprile scorso da un gruppo di banche inglesi, e già rimborsato per metà nell'agosto; e b) gli ac-



quisti di oro a Londra ed a Parigi, compiuti per conto del governo americano. Ma il primo fattore non dovrebbe vertere che su di una cifra di circa 15 milioni di sterline, circa 1200 milioni di franchi, in cifra tonda, mentre i secondi — come abbiamo già scritto — furono assai limitati in passato e tendono a ridursi sempre più.

Le cause politiche, che ricollegavano fino a poco tempo fa soltanto quegli elementi di questa natura, che potevano disturbare qualche ipersensibile risparmiatore francese o depositante straniero (elezioni plebiscitarie germaniche, sospensione delle trattative per il disarmo ecc.) sono state negli ultimi tempi assai rafforzate per la caduta del Ministero Sarraut. Non si può più, ora, parlare di ipersensibilità: ma di sensibilità soltanto. E ciò giustifica quanto abbiamo detto nelle prime righe di questo scritto, mentre ne prepara la conclusione.

Le cause psicologiche infine — sorte per fattori economici e fattori politici — provvedono ad ingigantire i primi ed a potenziare (per quanto riguarda l'esportazione di capitale) i secondi. Ad esse forse si deve attribuire la maggior parte degli spostamenti attuali di capitale da Parigi verso altri lidi: Bruxelles, Amsterdam, Zurigo. Ad esse ancora si deve far risalire in massima parte l'attuale afflusso di fondi a Londra, osteggiato dalle stesse banche inglesi.

Per il cumulativo concorrere di queste cause — di diversa natura, ma suscettive di rafforzarsi mutuamente — le riserve in oro e divise della Banca di Francia si sono contratte, in un mese o poco più, di 4 miliardi di franchi.

La severità della politica monetaria, seguita dalla Banca

di Francia in queste contingenze, appare chiaramente dalla seguente tabella che mette a raffronto i dati principali delle situazioni al 13 ottobre (inizio del « *drain* ») e al 17 novembre scorso.

SITUAZIONE DELLA BANCA DI FRANCIA (milioni di franchi)				
Principali voci	al 13 ott. 1933	al 17 nov. 1933	Variazioni effettive	interventute percentuali
Riserve: oro . . . . .	82.000	79.283	— 2.717	— 3.3
» divise . . . . .	2.402	1.047	— 1.355	— 56.4
Totale . . . . .	84.402	80.330	— 4.072	— 4.8
Portafoglio . . . . .	2.865	3.243	+ 378	+ 13.1
Circolazione . . . . .	81.668	80.706	— 962	— 1.1
Conti Correnti . . . . .	21.294	18.261	— 3.033	— 14.2
di cui « privati » . . . .	17.320	15.017	— 2.303	— 13.3
Totale passività a vista . .	102.962	99.167	— 3.795	— 3.7
Percentuale di copertura . .	79.64	79.93		

Si accompagna, alla riduzione delle riserve auree, una riduzione quasi equivalente negli impegni soggetti a copertura: di modo che il rapporto percentuale fra riserve ed impegni rimane sostanzialmente invariato. D'altro canto il limitatissimo aumento nel portafoglio è lì ad attestare le possibilità del mercato nel far fronte alle richieste, con un ricorso altrettanto limitato al credito della banca centrale, mentre la ben nota liquidità delle banche francesi (i quattro maggiori istituti francesi avevano al 30 giugno scorso, contro 34 miliardi di depositi e conti correnti, una « cassa » di 8.6 miliardi) tranquillizza sulle possibilità di continuare anche in un prossimo futuro in questa politica di contrazione creditizia, per il caso in cui il *drain* dovesse persistere.

Non si deve però dimenticare che, se il livello delle riserve in oro è altissimo, superando, ancor ora i 79 miliardi di franchi, il mercato francese è però indebitato a breve verso l'estero per un ammontare che viene calcolato intorno ai 10

miliardi di franchi: che — a somiglianza di quanto è avvenuto per il mercato londinese nel 1931 — questi capitali possono venir completamente sottratti; e che sarebbe assolutamente inopportuno il supporre che la contrazione creditizia, per la banca centrale, possa assumere questa ampiezza, nel caso in cui la riserva ritorni sui 69 miliardi.

Ma non basta: la fuga dei capitali esteri — come è facile comprendere — può condurre ad una fuga dei capitali francesi. L'esodo di oro si ingigantisce quindi, se le cause psicologiche — di cui abbiamo più sopra trattato — possono dirsi anche lontanamente basate su fattori tecnici. E la base diviene tanto più larga, quanto più ci si avvicina (per ora ne siamo ancora separati da una barriera di 30 miliardi circa) al limite minimo di copertura metallica fissato dalla legge monetaria del 1928. La stessa ferrea situazione della Banca di Francia non vale quindi ad escludere in via assoluta *motivi psicologici di esportazioni di capitali, basati su ragioni tecniche*. Poichè in queste contingenze, ben spesso, più all'importanza delle variazioni intervenute, che all'altezza dei valori assoluti, si pon mente, ed il rafforzarsi del *drain* accompagnantesi ad una diminuzione nella percentuale di copertura della circolazione e delle passività, potrebbe condurre, da parte delle autorità monetarie francesi, fermamente decise a mantenere una valuta sana, a provvedimenti intesi a limitare anche in Francia il commercio dei cambi.



Per questo motivo abbiamo giudicato « delicata » la fase che sta attraversando il mercato francese. Restrizioni al commercio dei cambi nel mercato maggiore fra quelli appartenenti



al « gruppo aureo » non soltanto potrebbero aver ripercussioni inattese e non desiderate per Parigi: ma potrebbero risentirsi anche negli altri paesi, appartenenti a questo gruppo. Per questo motivo non esitavamo a consigliare un'azione decisa per rimuovere o raffrenare le cause del « *drain* ». Ed è questa del pari la ragione per la quale, non soltanto la Banca di Francia, ma tutte le banche centrali di paesi ancora a base aurea sono direttamente interessate a che gli sviluppi degli avvenimenti riguardanti il mercato francese non assumano una piega poco desiderabile.

In queste contingenze le strade da seguirsi non sono dubbie. Per le autorità politiche francesi prendere quanto prima possibile provvedimenti che valgano a cancellare la pietosa impressione destata all'interno ed all'estero dalla caduta del Ministero Sarraut; per la banca centrale francese continuare nella severa politica creditizia finora attuata ed interessare gli altri istituti centrali ad un'azione concorde, nello stesso senso; per la Banca d'Inghilterra e per le banche centrali degli altri Paesi a « *gold standard* », appoggiare ogni misura che valga a raffrenare lo spostamento di capitali da mercato a mercato e manifesti chiaramente l'intenzione, nel gruppo aureo, di non cedere un pollice di terreno alle forze disgregatrici. L'efficacia anche di quest'azione collettiva non potrà esser negata da chi tenga presente che, nel luglio scorso, l'annunciata costituzione del « blocco aureo » valse praticamente ad arrestare una simile corrente di esportazione di capitali da Zurigo e da Amsterdam.

Nella attuale situazione, la Banca d'Inghilterra, in special modo, può far molto.



## Raccomandazioni alla Francia

**L**a notizia del raddolcimento nei saggi dei Buoni della difesa nazionale dal 4 % al 3,5 %, ed in quelli dei Buoni ordinari del tesoro (dal 3,5 al 3 %, per i titoli scadenti da tre mesi fino ad un anno) merita di essere sottolineata. La riduzione ha un'importanza notevole poichè segna, ufficialmente almeno, la fine di quella tensione, sul mercato di Parigi, che ha provocato qualche ripercussione anche su altri mercati. Tensione provocata, da un deflusso di oro, dal mercato francese, verso la Gran Bretagna e verso gli Stati Uniti.

Volgiamoci indietro. Si chiude ora la seconda crisi del franco, degli ultimi sei mesi. La prima, svoltasi durante i mesi del novembre-dicembre 1933 fu provocata principalmente, come già s'è detto, da fattori politici (caduta del Ministero Sarraut) e dal disordine delle finanze francesi, aggiunto alla difficoltà, per il Governo, di prendere i provvedimenti necessari all'equilibrio del bilancio; la seconda, avutasi fra le ultime settimane del gennaio 1934, fino a metà marzo, deve ascriversi alla stabilizzazione del dollaro ed a fattori politici. Con l'aprile il mercato monetario è meno teso. Le riserve auree della Banca di Francia si accrescono (dal 30 marzo all'11 maggio scorso tale incremento si aggira intorno ai 2 mi-

liardi di franchi). Sul mercato dei valori a reddito fisso, le rendite francesi mostrano un netto movimento di ripresa, favorito da saggi provvedimenti governativi, per il miglioramento del credito della nazione; onde la seconda crisi del franco si chiude ufficialmente il 19 maggio con il provvedimento che abbiamo ricordato iniziando questo articolo. Ad uno ed all'altro attacco, la Banca di Francia ha mostrato di saper rispondere con prontezza: e se, nel febbraio scorso (l'8 febbraio, per essere precisi) essa si dovette servire di un rialzo del tasso di sconto (dal 2,5 al 3 %) per frenare l'esodo dei capitali, ciò rientra più propriamente nel nòvero delle misure precauzionali, che nel comparto dei provvedimenti necessari alla difesa della valuta.

Tuttavia, ora che il diradarsi delle nubi permette di esaminare la situazione tecnica del franco con maggior calma, sarebbe male lasciarsi cullar dall'altezza delle riserve auree e bendarsi gli occhi ad ogni altro elemento che possa influire sulla solidità della valuta francese. Tanto più che, essendo il mercato di Parigi, il maggiore fra quelli a base aurea, le variazioni nella sua valuta interessano una cerchia di persone assai più vasta dei francesi; ed alle autorità monetarie francesi si impone una linea di condotta assai più austera e prudentiale di quella che potrebbe esser consigliabile, in qualunque altro caso.



Diamo uno sguardo in giro, approfittando dell'esperienza del passato. Il franco francese è ancorato all'oro e garantito da una riserva che raggiunge quasi il 100 % dell'ammontare

dei biglietti in circolazione. Una riserva imponente. Il sistema bancario francese manifesta una resistenza a tutta prova. Gli ultimi dati statistici resi noti sulla situazione delle grandi banche di credito ordinario — le principali travature del sistema — mostrano le cure prodigate per il mantenimento di una situazione di liquidità più che prudenziale; e che, anche negli ultimi mesi si sia continuata in questa pratica, rivela l'incremento dei depositi a vista infruttiferi, presso la Banca di Francia. Il sistema bancario, che fu in certo modo la gigantesca buccia di limone su cui scivolò il dollaro, non potrebbe essere una seconda buccia per il franco francese. Ancora: l'indebitamento del mercato francese, verso l'estero si è ormai ridotto a cifre veramente insignificanti. Non pare debba superare, al giorno d'oggi, i 6-8 miliardi di franchi, trovando per questo ammontare largo compenso nei crediti della Francia verso l'estero. Neppur in questo, che fu il tallone d'Achille dell'Inghilterra, si può trovare un elemento di debolezza per la Francia. Alle esportazioni di capitali nazionali, qualora divenissero preoccupanti, si potrebbero opporre ostacoli legislativi. Non è dall'esperienza del passato che possano trarsi motivi di dubbio, sulla tecnica solidità del franco francese.

●

Qualche punto nero, sia pure molto lieve, esiste però anche in Francia. E noi vorremmo *raccomandare* a chi è responsabile del governo della valuta, di tener l'occhio fisso soprattutto su due fenomeni, i quali possono dar qualche preoccupazione soprattutto in tempi di bonaccia. Ed è perciò che, proprio ora, teniamo a sottolinearli.



Il primo fenomeno può essere designato con la parola « tesaurizzazione ». Lo spirito del « tesaurizzatore » sorge nell'animo del francese per quegli stessi motivi che fanno di lui il miglior « risparmiatore » del mondo. Ma mentre il risparmio è manifestazione altamente proficua per la collettività, la tesaurizzazione, giova forse all'individuo, ma reca alla collettività in cui egli vive, danni gravissimi. Un apprezzato economista francese, André Liesse, in base a dati statistici sulla massa in circolazione, di biglietti di grosso taglio, dal 1926 in poi, è giunto alla conclusione che l'ammontare della carta moneta tesaurizzata dal pubblico, in Francia, raggiunge attualmente i 25 miliardi di franchi, *un ammontare superiore ad una volta e mezza il volume totale dei biglietti in circolazione in Italia*. Oltre a questo ammontare, sono in Francia tesaurizzati 15 miliardi di franchi, in oro.

Ora si supponga che, ad esempio, con il cessare delle cause che hanno così ingigantito il movimento di tesaurizzazione dei biglietti, un notevole ammontare della carta moneta, così entrata in circolazione, riprenda le sue funzioni di medio circolante. Gli effetti di ciò saranno in tutto simili a quelli di un aumento dell'emissione; il livello generale dei prezzi tenderà ad aumentare ed il franco, nei suoi rapporti con l'estero (attraverso l'andamento della bilancia dei pagamenti francese), ne sarà danneggiato. Non si può quindi a sufficienza insistere sulla necessità che le autorità monetarie francesi non perdano di vista ogni mutamento interessante il fenomeno della tesaurizzazione in Francia.

La seconda raccomandazione si rivolge pure alle autorità monetarie francesi; ma ancora e più specialmente, alle



autorità politiche. Essa vuol mettere in luce l'importanza che può assumere, per i futuri sviluppi della politica monetaria della Francia, *la tendenza nei prezzi dei fattori originari di produzione* (i costi per l'imprenditore) a non seguire adeguatamente il movimento dei prezzi dei beni di consumo. E' questo un fenomeno, si ammette, che ha radici assai profonde ed al quale non è certamente estraneo il crescere delle barriere doganali attorno a ciascuno stato, la rigidità dei salari ecc. Le autorità politiche debbono cooperare con le autorità monetarie affinchè una riduzione dei prezzi dei fattori produttivi *non avvenga soltanto* per la pressione esercitata dalla leva monetaria. Questa, nel caso particolare, non è sempre efficiente.

Ed una « minor efficienza » addossa purtroppo — con grave danno della collettività — alla classe degli imprenditori un'onere che essa non deve nè può sopportare.



## Prezzi e politiche monetarie

**G**li economisti hanno l'abitudine di distinguere, molto opportunamente fra livelli nazionali e livello internazionale dei prezzi. A determinare quest'ultimo concorrono principalmente le materie prime, i semilavorati ed i prodotti finiti aventi larga importanza nel traffico estero. Infatti, — conseguenza del teorema ricardiano dei costi comparati — i prezzi di questi beni quali si hanno sul mercato che può ottenerli (produrli) nelle migliori condizioni divengono le basi sulle quali (con l'aggiunta delle spese di trasporto, dei dazi e di un certo margine a vantaggio degli intermediari-imprenditori) si fonda il prezzo richiesto sui vari mercati nazionali (Taussig). Il livello nazionale dei prezzi è invece determinato dalle quotazioni sia di quei beni di consumo e produzione esclusivamente interna, sia di quelli che entrano scarsamente nel traffico fra paese e paese.

Quantunque l'importanza del commercio internazionale, per il suo volume, abbia fatto negli ultimi anni un pauroso salto indietro, il livello internazionale dei prezzi, nelle sue variazioni, ha ancora attualmente un significato considerevole, per gli economisti. Tuttavia l'abbandono di una base unica per la moneta (oro), il perseguimento nell'ambito dei vari aggregati politici di iniziative monetarie indipendenti o « per-

sonalistiche », il continuo accrescersi di barriere doganali (dazi, contingentamenti, divieti di operazioni sul mercato dei cambi) fra piazza e piazza, rendono necessario che ogni studio sull'andamento del livello internazionale dei prezzi sia preceduto da indagini sulle variazioni nei sistemi nazionali: proprio per gli stessi motivi per i quali ogni indagine sulle forze componenti si suol far precedere alle ricerche sulla risultante. Ciò a maggior ragione se si esaminano le variazioni intervenute entro brevi periodi di tempo; poichè, quantunque i sistemi nazionali dei prezzi siano fra di loro dipendenti reciprocamente e reciprocamente influenzatisi, — come del resto, nell'ambito di ciascun sistema di prezzi, ogni variazione di quotazione altre ne determina, attraverso il gioco delle mutazioni nelle domande e nelle offerte per beni diretti e strumentali — entro brevi periodi di tempo le cause di origine nazionale prevalgono in genere su quelle internazionali, nel determinare variazioni sui singoli mercati.

Questi i motivi per i quali, anzichè affrontare il problema delle recenti mutazioni intervenute nel livello internazionale dei prezzi, come conseguenza di questa o quella politica monetaria, abbiamo dovuto trattare di variazioni intervenute in sistemi nazionali di quotazioni; tanto più, volendosi riferire per l'appunto agli avvenimenti degli ultimi mesi.



L'abbandono della base aurea da parte dell'Inghilterra (settembre 1931) ed in seguito degli Stati Uniti (aprile 1933) ha praticamente diviso, dal punto di vista monetario, gli stati a più avanzato grado di civiltà in tre gruppi: il così detto



« gruppo della sterlina », che si è andato, negli ultimi tempi, considerevolmente rafforzando; il « gruppo del dollaro » ed il « gruppo dell'oro ».

Riuniamo nella seguente tabella pochi numeri indici che ci permettono di giudicare l'andamento dei prezzi in grosso, sul principale mercato di ciascuno di questi gruppi.

*Movimento dei prezzi in grosso*  
(Numeri indici)

	Data	Francia (1)	Inghilterra (2) Carta Oro	Stati Uniti (3) Carta Oro		
1931 (media)		464,0	92,6	86,7	—	102,3
1932 (media)		407,5	89,4	64,3	—	88,3
1933 gennaio		388,2	87,5	60,3	—	80,8
dicembre		386,7	91,0	61,2	102,7	65,6
1934 gennaio		387,8	93,0	61,0	103,6	65,5
febbraio		384,0	94,5	59,5	105,6	64,4
marzo		380,0	93,0	58,4	106,5	64,0
aprile		379,7	92,1	58,4	105,0	62,9
maggio		375,8	91,6	57,6	107,8	64,6
giugno		367,2	92,0	57,5	110,8	66,7
luglio		361,0	91,8	57,3	111,6	67,2

(1) Statistique générale (luglio 1914 = 100).

(2) Financial Times (1913 = 100).

(3) Prof. L. Fisher (1913 = 100).

Negli ultimi due anni i governi inglese ed americano non hanno perduto occasione per dichiararsi favorevoli ad una politica monetaria tendente ad un rialzo dei prezzi; in ambedue i casi ai propositi sono tosto seguiti i provvedimenti. L'elenco di questi, uniti come stecche di un ventaglio da un fine comune, permette di mostrare quanto a torto si accusino i dirigenti di qualche stato, di mancar di fantasia. In Inghilterra alla tosatura della moneta (30 % inizialmente, ora prossima al 40 %) segue un'intensa azione per sempre maggiori lavori pubblici, ed una crescente pressione, da parte dell'autorità monetaria centrale, per un ampliamento del credito da parte del sistema bancario; agli Stati Uniti la svalutazione

si è accompagnata ad una eterogenea congerie di misure che hanno fatto subire ai singoli prezzi, le variazioni più brusche ed inattese; onde in nessun altro caso i numeri indici nascondono mutazioni più irregolari, dovute per esempio alla creazione di quasi-monopoli sotto il manto della legislazione della N.I.R.A. alla fissazione di prezzi politici, per merci, fattori di produzione ecc. I risultati di queste due politiche sono chiaramente indicati dalle serie di dati sopra riportate. In Inghilterra i prezzi, in valuta nazionale tendono lievemente all'insù mentre i prezzi in oro sono all'incirca stabili intorno ai minimi raggiunti; agli Stati Uniti invece sono in aumento sia i prezzi in oro che i prezzi in carta.

In un caso e nell'altro però, sia agli Stati Uniti che in Inghilterra l'aumento (percentuale) nel livello nazionale dei prezzi — anche espresse le quotazioni in valuta cartacea — è considerevolmente inferiore a quello che la svalutazione monetaria potrebbe far attendere.

In Francia — ed è questo il sistema nazionale dei prezzi che più c'interessa nelle sue variazioni, data la nostra appartenenza al gruppo dell'oro — dove non ci si è proposti altro fine, per il perseguimento della politica monetaria, oltre a quello di mantenere intatto il funzionamento della base aurea, i prezzi volgono ancora all'ingiù. La caduta anzi, negli ultimi tempi, si è fatta abbastanza marcata e non accenna — per quanto si può dedurre dalla serie degli indici sopra riportata — ad arrestarsi.



Vien fatto perciò di chiedersi se, per avventura, non vi siano relazioni causali fra le mutazioni intervenute, a suo

tempo, nel gruppo della sterlina e del dollaro, per quanto riguarda moneta e prezzi, e quanto va ora succedendo in Francia. Su questo mercato si osserva un processo deflazionistico, nel campo della moneta. E' questa una politica seguita *motu proprio*, od è invece conseguenza inevitabile di altre iniziative nel campo monetario?

Premettiamo. Non può trovarsi alcuna ragione, innanzi tutto, perchè la base aurea debba funzionare in senso deflazionistico, conducendo cioè progressivamente e per cause monetarie a mutazioni nel livello nazionale dei prezzi. Chi lo afferma dimentica (e perciò difficilmente può esser in buona fede) che l'inflazione creditizia 1925-1929 agli Stati Uniti, si è prodotta, ad esempio, in condizioni di perfetto funzionamento della base aurea.

Se banche francesi volessero, si potrebbe avere, anche in regime di *gold standard*, abbondanza di mezzi monetari e prezzi crescenti. Le riserve auree della Banca di Francia sono certamente in grado di sopportare anche ora un edificio creditizio ben più ampio dell'attuale (la riserva aurea francese è poco distante dagli 80 miliardi di franchi e la circolazione supera di poche centinaia di milioni, gli 81 miliardi). Perchè dunque le banche francesi non espandono il credito, facendo ritornare le cifre dei depositi presso di loro, agli alti livelli raggiunti nel 1929-30? Non è forse nel loro stesso interesse?

La chiave di volta della situazione non è da trovarsi — come suggerisce l'*Economist* (23 giugno 1934) — nel persistere di una « mentalità oscurantista e deflazionista da *rentier* » presso i dirigenti della macchina creditizia in Francia;



ma piuttosto nel fatto che le politiche svalutatrici seguite agli Stati Uniti ed in Inghilterra, in passato, agiscono *di riflesso*, in senso deflazionistico sul blocco dell'oro. E chi più ne risente è il mercato principale intorno a cui esso è riunito.

I motivi di questi riflessi sono numerosi e la concatenazione dei fenomeni, fino all'azione bancaria vólta alla contrazione creditizia, piuttosto lunga; procureremo di esporre i primi e la seconda con un certo ordine, tracciando le linee essenziali del ragionamento; quelle almeno sufficienti ad indicare le più convenienti direttive di marcia per la Francia e gli altri paesi a valuta aurea.

Svalutando la propria unità monetaria un paese (ad esempio gli Stati Uniti) riduce di colpo i costi gravanti, in moneta nazionale, sul suo attrezzamento produttivo. Questo di conseguenza è in grado di praticare, sul proprio mercato interno, prezzi — in valuta nazionale — eguali a quelli antecedenti all'innovazione monetaria e quindi — in valuta aurea — considerevolmente inferiori a quelli remunerativi per gli organismi produttivi, lavoratori a costi invariati. Ciò in un primo tempo. A lungo andare aumentano i prezzi, in valuta nazionale e di necessità aumentano anche i costi; quindi il vantaggio che ottiene il paese svalutatore, insegnano gli economisti, è temporaneo. Durante tutto il periodo di tempo in cui si verifica il passaggio da una situazione di equilibrio ad un'altra però i mercati del paese svalutatore rimangono praticamente chiusi alle produzioni dei paesi a valuta sana, non potendo, per solito questi, ridurre i propri costi (l'Italia che può disporre di un organismo di stretta collaborazione fra capitale e lavoro, quale la corporazione, si trova in van-



taggio: ma è una situazione questa che non potrebbe per ora dirsi generale) con quella disinvoltura di chi manovra su di una moneta di carta. Ritornando al caso concreto: le esportazioni dalla Francia verso i paesi del gruppo del dollaro e della sterlina si contraggono, per la svalutazione della sterlina e del dollaro; le industrie esportatrici sono in crisi e pesano sulle braccia dei creditori; le insolvenze si ripercuotono sull'organismo bancario e le banche (chi potrebbe rimproverarle?) per evitare perdite maggiori contraggono il credito. I prezzi, sul mercato nazionale decrescono quindi e per il fattore monetario (contrazione creditizia) e per l'abbondanza di prodotti offerti in seguito alla chiusura degli sbocchi esteri.

Ma il ragionamento può ancora essere esteso. La concorrenza dell'attrezzamento produttivo dei paesi svalutatori non vince soltanto la produzione estera sul proprio mercato; ma altresì sui mercati esteri e su quello dello stesso paese a valuta sana, in discussione. La svalutazione della moneta permette infatti, come già detto, una riduzione nei costi in valuta nazionale; i prezzi di vendita dei prodotti all'estero possono quindi venir armonicamente abbassati, mantenendosi invariata nominalmente la remunerazione dei fattori produttivi. Ed una situazione di questa fatta, come s'intende, dura allegramente fino a che il divario fra capacità d'acquisto della moneta svalutata all'interno ed all'estero non si annulli attraverso un aumento nei prezzi all'interno.

Il paese a valuta sana, fino a che dura il divario di cui s'è detto, si difende come può. Dazi, contingentamenti, controlli servono di scudo al mercato interno dal « *dumping* » monetario: forse meno però di quanto non si supponga per

le inevitabili misure di rappresaglia; nulla possono per assicurare il mantenimento all'industria nazionale degli sbocchi esteri. Le aziende che non riescono quindi a ridurre prontamente i loro costi perdono e chiudono bottega, se trattano esclusivamente articoli da esportazione. In casi più favorevoli cercano di vivacchiare alla meglio, creandosi sbocchi sul mercato interno. Ma siamo in una situazione in tutto simile a quella che ha chiuso il ragionamento precedente: anche per questo concatenarsi di avvenimenti le banche contraggono il credito ed i prezzi sul mercato interno volgono all'ingiù per i due fattori sopra ricordati.

Non si perda di vista il caso nostro. Quanto sappiamo sulle svalutazioni della sterlina e del dollaro e quanto c'insegnano i pochi dati sopra riportati ci permettono di affermare che in nessuno dei due casi considerati (gruppo della sterlina e del dollaro) si è giunti alla fase in cui il divario fra potere d'acquisto all'interno ed all'estero dell'unità monetaria, può dirsi scomparso.

Infine per un altro motivo e tutt'altro che trascurabile, le politiche svalutatrici di Londra e New York agiscono in senso deflazionistico sul blocco dell'oro. Per quanto s'è detto, gli organi periferici principali del mercato creditizio sono orientati verso una politica di contrazione del credito. Ma nello stesso senso si orienta, per forza di cose, anche la politica monetaria dell'istituto centrale. Il paese svalutatore infatti si crea, con l'improvvisa tosatura della propria unità monetaria, una bilancia commerciale attiva temporaneamente; questa, spesso, è sufficiente a volgere all'attivo anche la bilancia dei pagamenti, ed esportazioni di oro, dai paesi de-

bitori verso quelli *temporaneamente* creditori segnano l'importanza del saldo a favore di quest'ultimi. La banca d'emissione a valuta sana vede quindi contrarsi le proprie riserve auree e, trovandosi ad operare in un mercato che dà prova di ipersensibilità ad ogni variazione sfavorevole dei rapporti fra oro e circolante o fra oro ed impegni a vista, favorisce una politica di « remi in barca », con il lodevole intento di tutelare la propria unità monetaria da ogni dannoso sospetto. Fra le esportazioni di oro dalla Francia, avutesi nell'ultimo semestre, molte dovrebbero essere elencate a conclusione di questo ragionamento, avvalorato senza dubbio se, invece delle sole riserve metalliche francesi si considerassero quelle di tutti i paesi appartenenti al blocco dell'oro. E si aggiunga poi che — dovendo operare contro valute cartacee manovrate (sterlina) o da poco ritornate all'oro, ma con un notevole presidio, purtroppo, di restrizioni legali e mentali (dollaro) — s'impone alla Francia una maggior circospezione nella manovra delle proprie riserve; poichè se, in un regime di corretto funzionamento del tallone oro ci si poteva attendere che un deflusso di metallo fosse tosto seguito da un afflusso, in un secondo tempo (verificatesi le note variazioni nei prezzi all'interno del mercato importatore) in un regime monetario come l'attuale, ogni speranza minaccia di essere illusoria; dato che una nuova svalutazione della unità monetaria cartacea, in termini di oro, può al momento opportuno rimettere in equilibrio la bilancia o creare nuovi motivi per altre esportazioni di oro. Attraversata la Manica, l'oro estratto con tanta pena dai minatori del Rand corre il serio rischio di venir sepolto *sine die* presso il Tamigi.



In conclusione, nello spiegar l'attuale politica monetaria francese, con una « mentalità deflazionista da *rentier* » c'è probabilmente tanto giudizio quanto nell'accusar di fachismo Muzio Scevola. I prezzi vanno oggi giù in Francia, perchè altrove ieri si è svalutata l'unità monetaria, ed i prezzi su quest'ultimi mercati non sono ancora saliti a sufficienza. Chi orienta *temporaneamente* ma *necessariamente* tutto l'apparato creditizio francese verso una politica di deflazione monetaria, non sono probabilmente tanto i dirigenti della Banca di Francia, quanto i capi della Banca d'Inghilterra e gli appartenenti al « trust dei cervelli ». E questo breve articolo non ha altro scopo che il dimostrare la verità di questa affermazione.

Rimane da vedere quali vie d'uscita vi siano dalla situazione creatasi in seguito alle decisioni di Montagu Norman e di Roosevelt.

Qualche foglio inglese consiglia di tanto in tanto alla Francia di tosare la propria moneta, abbandonando o no la base aurea. Il consiglio è dannoso. Significherebbe sorbirsi un rimedio enormemente peggiore del male; peggio ancora: volgersi a sud, quando la *méta* ben fissata e per la Francia e per il mondo è a nord.

Un processo deflazionistico, nel campo monetario, può essere più o meno penoso a seconda dei paesi in cui si svolge. In Italia probabilmente, la penosità tocca un minimo per quel pronto adeguamento dei costi ai prezzi; in Francia non si può forse dire altrettanto. In ogni modo è certo preferibile affrontare e superare interamente una situazione da altri creata, sapendo che al di là di una determinata linea di con-

fine c'è terreno solido e sicuro, piuttosto che impegnarsi in nuovi esperimenti monetari che (l'esperienza di Roosevelt insegna) non hanno sull'organismo economico effetti più raccomandabili di stupefacenti sull'organismo animale. Ciò considerando il problema dal punto di vista unicamente francese. Per il mondo l'abbandono in Francia del « *gold standard* » o la tosatura del franco, equivarrebbe ad un gigantesco salto indietro, sulla via della « normalità »; si ritornerebbe nel 1934 ai giorni lontani del 1931 e 1933. Ed anche i non studiosi di problemi economici sanno per pratica quale frangia di azioni e reazioni, conducenti ad una situazione peggiore dell'iniziale, si accompagnino a queste arbitrarie ed unilaterali iniziative.

Attendere che, a poco a poco, il divario fra potere d'acquisto della sterlina e del dollaro, sul mercato interno ed estero si annulli, è la via più comoda; è la via anzi che verrà senz'altro percorsa se non si avranno innovazioni, per accordi internazionali, nel campo della moneta. I numeri indici che conosciamo permettono di affermare che, più o meno celermente, la situazione tende a normalizzarsi, sotto l'impulso fra l'altro delle iniziative, prese su qualche mercato (Stati Uniti) per ottenere un rialzo dei prezzi all'interno. Le azioni riflesse (se l'espressione ci vien passata) del blocco della sterlina e del dollaro, sul blocco dell'oro tendono quindi ad attenuarsi: si aspetti pazientemente in Francia che le perturbazioni determinate dall'operato altrui si siano annullate.

Questa strada tuttavia sarebbe la sola da seguirsi se anche la sterlina fosse stabilizzata di fronte all'oro; ci troviamo invece di fronte ad una moneta manovrata; ed il *trend* del

suo corso è purtroppo rivolto all'ingiù, nei confronti delle monete d'oro. Ciò fa temere che quel processo di adattamento fra il potere d'acquisto all'interno ed all'estero, della sterlina, possa protrarsi più a lungo di quanto il « temporaneamente » spesso ricordato, non permetta in genere di intendere.

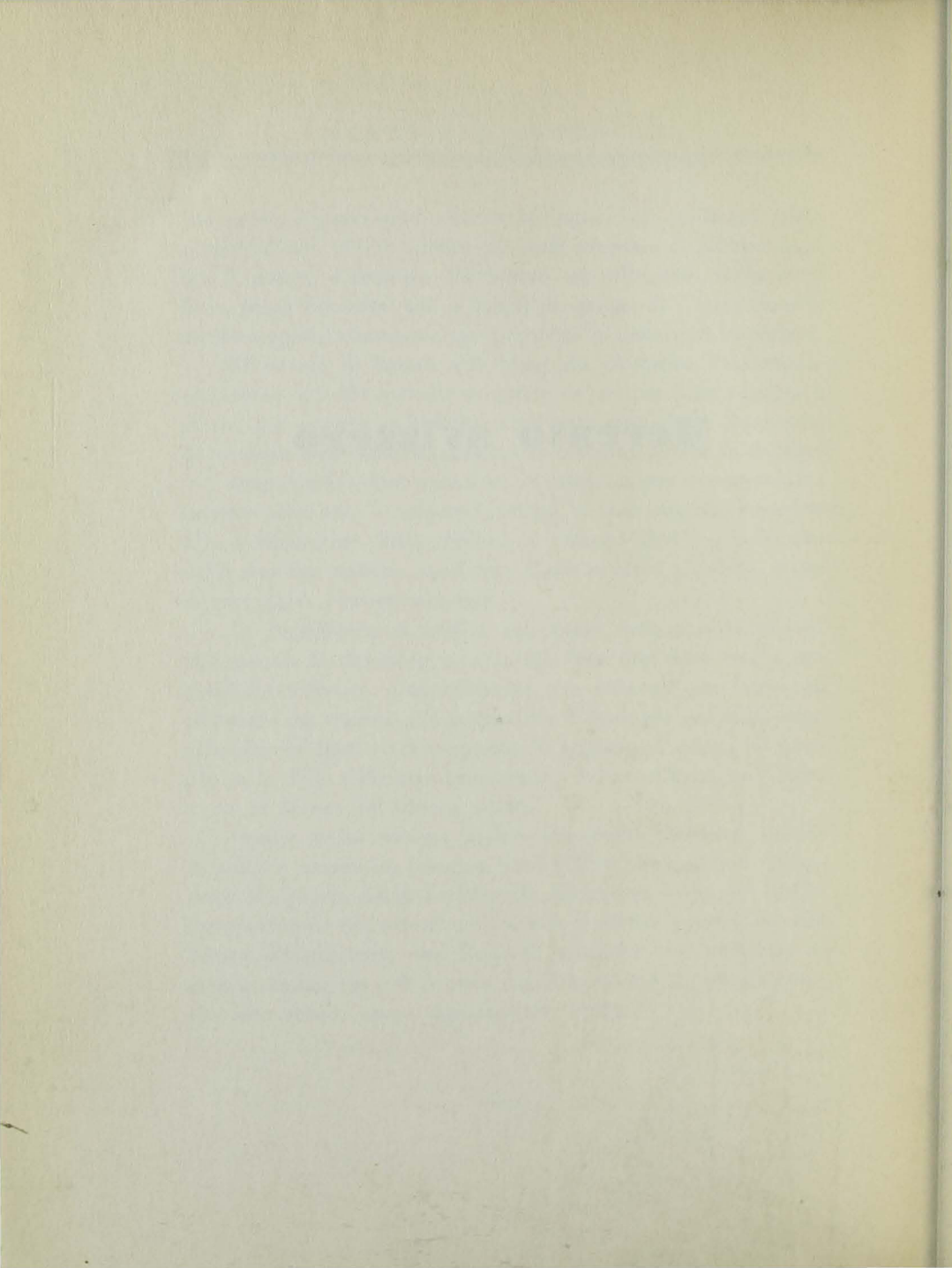
Ed eccoci di fronte alla terza via di uscita dall'attuale situazione, od alla seconda se quella da noi per prima indicata viene, per quanto si è detto, eliminata senz'altro. Procurare di ottenere dalle autorità monetarie britanniche che la sterlina non venga usata come strumento di penetrazione commerciale; ottenere cioè che — superata ormai la fase iniziale, seguente alla svalutazione della sterlina — blocco dell'oro e blocco della sterlina possano coesistere l'uno accanto all'altro, senza danneggiarsi vicendevolmente.

In Inghilterra si critica con tanto ardore ogni misura che sappia di *dumping* monetario! Non dovrebbe essere impossibile ottenere provvedimenti che valgano per certo ad affrettare un ritorno alla normalità. I vantaggi reciproci sono talmente evidenti — non appena lo sguardo si spinga un poco più in là delle vicinanze immediate — da costituire un'ottima carta in favore del blocco aureo.

Quella stessa stampa inglese che tanto volentieri critica la politica monetaria francese per i riflessi che questa — attraverso il proprio sistema nazionale dei prezzi — ha sul livello internazionale dei prezzi in oro, non vorrebbe consigliare alla Banca d'Inghilterra una linea di condotta che permetta al mondo intero un più pronto raggiungimento di quegli scopi che essa stessa, tanto saggiamente, indica?



# **Mercato svizzero**



## Banche svizzere

Qualora s'intenda riferirsi a fenomeni patologici interessanti l'apparato creditizio di un determinato paese, è opportuno distinguere fra crisi di carattere prevalentemente monetario, crisi di carattere in prevalenza finanziario e crisi invece di carattere specialmente bancario. L'esperienza più recente ha chiaramente mostrato l'opportunità di queste distinzioni. Vi sono mercati (Inghilterra) che furono soggetti a marcatissime crisi monetarie, ma nei quali le contrattazioni per capitali a media ed a lunga scadenza si svolsero sempre più o meno regolarmente, ed in cui l'organismo bancario non ha rivelato anche una sola incrinatura; altri ve ne sono in cui si ebbero crisi bancarie e finanziarie (Stati Uniti), ma non monetarie; ed altri ancora infine, nei quali gli squilibri verificantisi sul mercato monetario e su quello finanziario, si sono avvicendati con radicali trasformazioni nel sistema bancario (Germania).

Le distinzioni facilitano la diagnosi: questa il metodo di cura.



La Svizzera ha mostrato chiaramente di essere in grado d'allontanar da sè il pericolo di crisi monetarie. I ritiri di capitali, spesso assai marcati, avutisi negli ultimi tempi, non



han dato luogo a difficoltà di questo carattere. Nè si può fondatamente temere che ciò possa verificarsi in futuro, avendo la Banca Nazionale Svizzera una copertura in oro per i biglietti in circolazione pari al 120 per cento, ed una copertura per le passività a vista del 90 per cento in oro e divise. Ciò sia detto anche dopo di aver considerato il probabile ammontare del saldo passivo nella bilancia dei pagamenti della Svizzera, che si calcola per il 1933 intorno ai 200-300 milioni di franchi. D'altro lato neppure la situazione dei mercati finanziari può dar luogo a qualche preoccupazione. Una incrinatura, in questo edificio di ottimismo può soltanto notarsi ove ci si rivolga verso il lato che rispecchia la situazione delle banche.

Il sistema bancario svizzero non si scosta gran che dalle linee fondamentali, (per quanto riguarda la sua struttura) comuni a tutti gli stati economicamente progrediti. Le tratte principali sono costituite da otto grandi istituti che accentrano a sè la grande maggioranza degli affari bancari del paese. Le difficoltà bancarie della Svizzera non sono quindi dovute, come agli Stati Uniti, da un organismo creditizio retrogrado. Piuttosto ad una serie di circostanze per le quali, nel momento attuale, il sistema bancario svizzero si trova a far da ponte fra debitori insolventi o quasi, all'estero, e creditori esigenti, pure all'estero: e la sua capacità di resistenza vien messa a prova.



L'origine delle preoccupazioni di oggi (parlare di difficoltà sarebbe troppo, dato che le autorità politiche dal 1931 in poi — e cioè dalla data del fallimento della *Banque de*

*Génève* — non hanno perduto occasione di favorire ogni epurazione dell'organismo del credito), sta nella politica creditizia ieri seguita. La Svizzera negli anni in cui l'Europa pareva s'avviasse verso una più aperta atmosfera di collaborazione economica, servì come centro di convergenza per capitali disposti ad investirsi a breve od a media scadenza, in cerca d'impiego. Negli anni che seguirono al 1929, servì come ultimo rifugio a capitali in cerca di un *fifhaus*, per nascondersi e sfuggire alle svalutazioni monetarie, al fisco, ecc. Le banche svizzere maggiori dovettero amministrare somme liquide notevolmente superiori al livello normale: dovettero cercare un'impiego remuneratore e sicuro per capitali considerevolmente superiori a quelli che potevano essere le capacità di assorbimento proficuo da parte dell'attività produttiva svizzera. Non si può ragionevolmente rimproverarle — come oggi spesso si fa — di essersi rivolte, per impieghi, all'estero. Superato un certo limite, ogni investimento all'interno poteva essere più rischioso di un investimento all'estero. E nessuno al mondo, anche soltanto nel 1928 e nel 1930, poteva prevedere un così grave peggioramento delle condizioni economiche dei vari paesi.

In possesso di capitali francesi, inglesi, americani, le banche svizzere si rivolsero, per investimenti, ai mercati più bisognosi di capitale (e quindi a più alti saggi d'interesse) dell'Europa centrale ed orientale, lucrando, come è normale per ogni operazione di banca, la differenza fra gli interessi attivi e passivi.

Se non che, ben presto l'esperienza doveva mostrare come, per quanto elevata fosse questa differenza, essa era pur sempre

inferiore al rischio che le banche svizzere venivano così assumendosi. S'incominciò da parte dei debitori, a differire i pagamenti; poi ad introdurre restrizioni al commercio dei cambi: poi a proclamare la moratoria parziale o generale. La successione di questi avvenimenti ci è di recente passata sotto gli occhi. L'ultima fase, anzi, quella apertasi con la moratoria tedesca, entrata in vigore il 1° luglio 1934, può dirsi appena iniziata. Le banche svizzere, non è necessario dirlo, si trovano fra l'incudine ed il martello. Il nervosismo tende ad estendersi ai paesi creditori: questi alla scadenza ritirano i capitali.

La situazione merita di essere osservata senza tragicizzare ma senza un ingiustificato ottimismo. E' bene che difficoltà e dubbi scacciati dalla porta non riescano ad introdursi dalla finestra. Senza perifrasi: è bene che la solidità della valuta svizzera, difesa dalle riserve della Banca Nazionale e presidiata dalla ferma volontà del Governo, non sia incrinata da svolgimenti in altri campi.

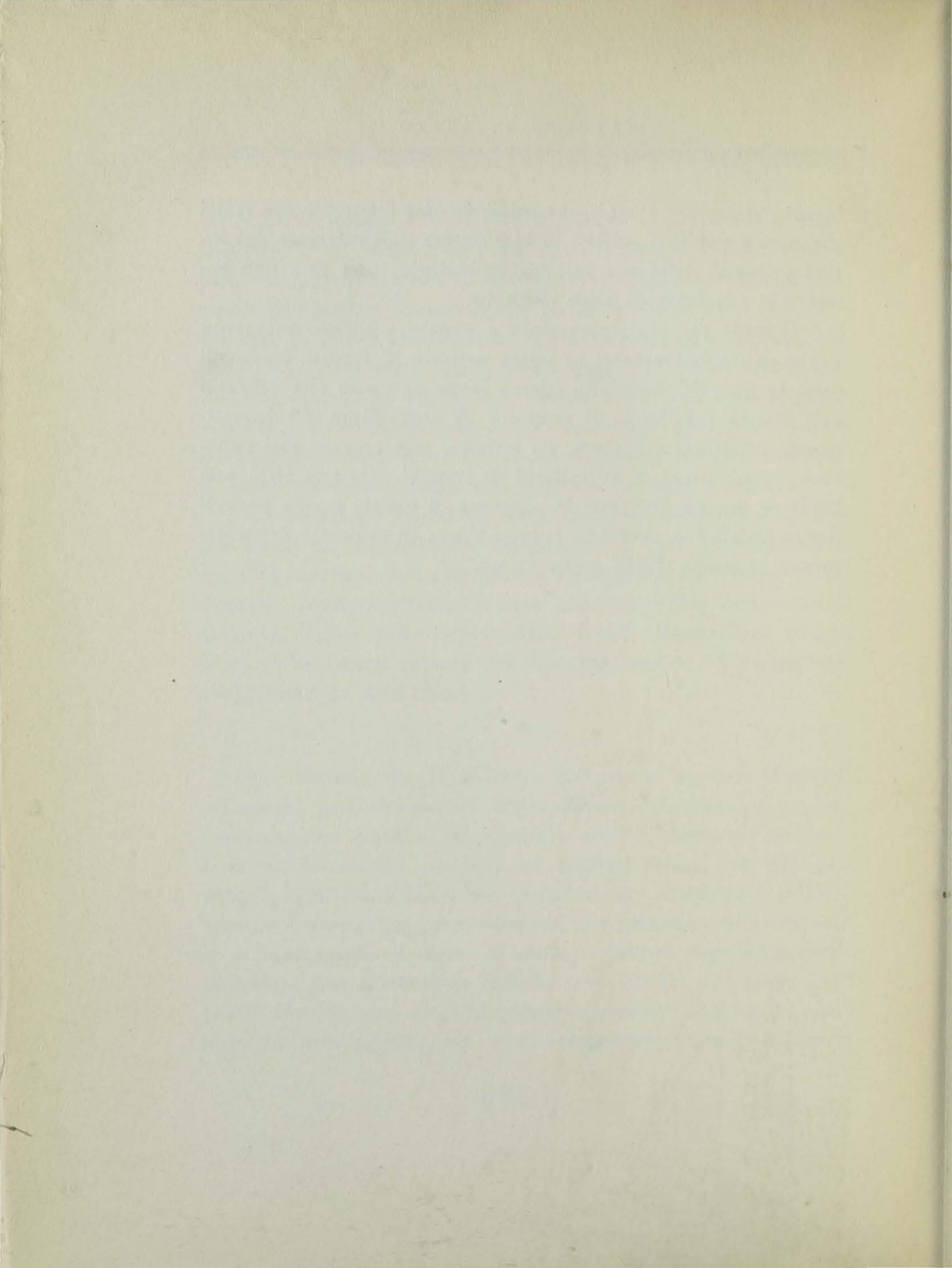


Per fortuna sua la Svizzera ha propri capitali investiti all'estero, per ammontari notevolissimi; si segua a questo riguardo una politica di liquidità spinta anche all'eccesso; si faccia fronte alle perdite, sui capitali altrui, con capitali propri, agli immobilizzi con liquidazioni; si giunga a realizzare, se è necessario, provvedimenti che valgano a determinare la collaborazione di tutte le classi sociali al raggiungimento di questo fine d'interesse comune: *far fronte ai propri impegni*. Non vi sono altre alternative possibili. Può essere una legge talvolta ingiusta, ma è pur sempre una legge: i debitori



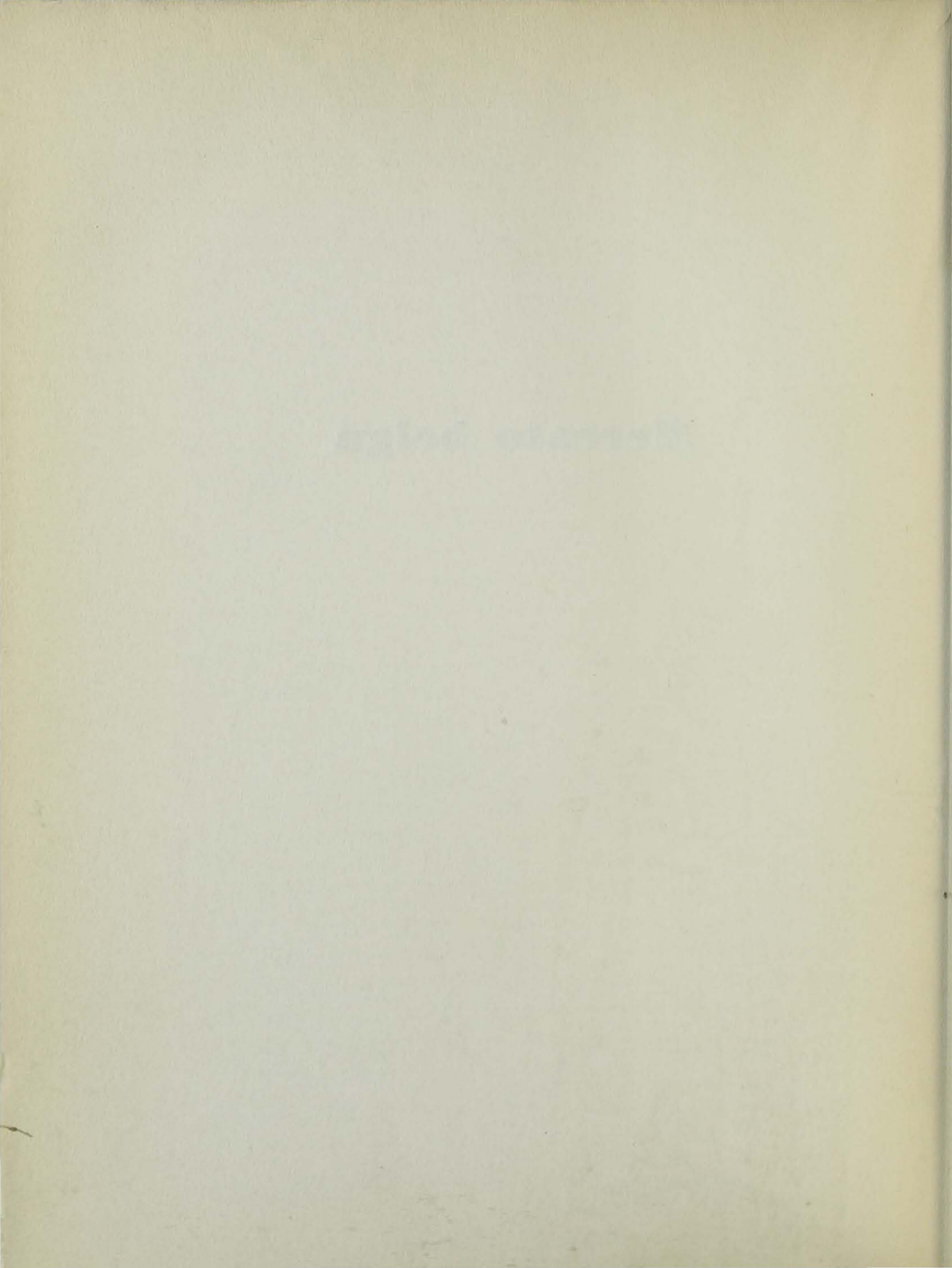
buoni pagano per i debitori cattivi; in caso contrario essi stessi divengono debitori cattivi. E la Svizzera nell'interesse dei futuri sviluppi della sua attività finanziaria, non può non tutelare la sua fama *di buon debitore*.

Quando si sarà provveduto a superare questo momento più o meno burrascoso, si potrà pensare al futuro. Lodevoli sono le provvidenze della nuova legge bancaria che affidano alla Banca Nazionale il compito di sorvegliare gli investimenti, effettuati all'estero, da banche, non appena essi superino l'ammontare di 10 milioni di franchi. Ma non ci si può limitare ora ad ammirar la saggezza di queste nuove provvidenze legislative. Avrebbe troppo l'aria di chiudere accuratamente la porta d'una stalla vuota.



# **Mercato belga**





## Riforme bancarie in Belgio

**I**l governo di Broqueville, dimissionario verso i primi di giugno, rieletto verso la metà di quello stesso mese, ottenuti dal Parlamento i « pieni poteri » il 20 luglio 1934 per sei mesi, allo scopo preciso di procurare un miglioramento della situazione economica e finanziaria del paese, mostra chiaramente di non voler perdere tempo. Le innovazioni, in fatto di imposte, quasi non si contano: ma quelle miranti alla riorganizzazione dell'apparato creditizio sono assai meno numerose e ben più importanti, specialmente per l'evoluzione futura dell'economia belga. E meritano di essere discusse.

●

Il sistema bancario belga, le cui origini risalgono alla prima metà del secolo decimonono, si appoggia notoriamente su poche « banche miste »; banche cioè esercitanti contemporaneamente il credito ordinario ed il credito mobiliare; banche « *trait d'union* » fra depositanti a vista od a breve e fra debitori a media e lunga scadenza (industrie) dall'altro.

Queste banche, è risaputo, risentono fortemente dei periodi di depressione economica. I crediti industriali tengono a congelarsi; nell'apparato creditizio, con il progredire della crisi, quindi, si vanno accumulando tossine che è necessario

eliminare di quando in quando, se si vogliono evitare i danni più gravi al sistema bancario e, indirettamente, a tutto l'organismo produttivo.

In Belgio, a dire il vero, questo continuo processo di riorganizzazione durante la fase di depressione non ha subito soste: onde si può affermare che, anche attualmente, il sistema bancario è non soltanto vitale in tutti i suoi rami principali, ma in grado di sostenere quei rami dell'industria e del commercio (e sono numerosi e onerosi) che su di esso si appoggiano. La situazione è sostanzialmente diversa da quella che si venne a crearsi, in Germania ad esempio dopo il crollo della *Danat*. Tuttavia è ben certo che un sistema bancario — così impegnato come attualmente è verso l'attività produttiva, — vede con occhio diffidente ogni nuova operazione, mentre d'altro lato, industrie e commercio piegano sotto il peso di debiti, contratti in altri tempi, ed a condizioni che il progredire della depressione ha reso forse troppo onerose. Per una ragione e per l'altra quindi ogni movimento di ripresa viene ritardato.

●

A mutar la situazione intervengono le provvidenze del governo. Mentre scriviamo esse sono note soltanto a grandi linee: appare chiaro tuttavia che esse tendono principalmente a due scopi, il primo di natura transitoria, il secondo duratura: a) alleggerire le banche e le industrie, permettendo alle prime di aumentare la loro situazione di liquidità e quindi le loro possibilità di concessione di crediti nuovi, ed alle seconde ridurre i loro costi; b) trasformare il sistema bancario



belga da un insieme di banche miste, ad un organismo in cui si abbia una più chiara linea di demarcazione fra istituti facenti operazioni di credito ordinario ed istituti invece di credito mobiliare.

Per il primo scopo il Governo in sostanza fa perno su di un ente parastatale, costituito nel 1919, ed attualmente in rapporti molto stretti con la banca centrale: la *Société nationale pour le crédit à l'Industrie*. (S. N. C. I.). A questa le banche cederanno i loro crediti verso l'industria, di lungo smobilizzo, e riceveranno in compenso obbligazioni al 3 per cento, emesse dalla « *Société Nationale* », ammortizzabili in venti anni, garantite per il servizio d'interesse e d'ammortamento, dallo stato. Rinunceranno quindi a crediti che fruttavano loro tassi fra il 6 e 8 per cento, ma otterranno in compenso titoli accettabili persino dalla « *Banque Nationale* » per anticipazioni. Il loro sacrificio è quindi compensato.

Le industrie dal canto loro dovranno pagare all'ente parastatale interessi nella misura massima del 4 1/4 %; beneficeranno quindi della differenza fra questo saggio ed i saggi attuali. Lo scarto fra saggi passivi e saggi attivi per la S. N. C. I. infine viene destinato alla costituzione di un fondo di riserva che, in venti anni, dovrebbe coprire il 47 per cento del capitale interessato nell'operazione, se la capitalizzazione avvenisse ad un tasso del 6 %. Il 25-30 % del capitale in ogni caso, con un tasso poco discosto dal 3,50 %.

Non è ancora ben fissato se ed in qual modo verrà fatta una discriminazione fra i vari crediti ceduti dalle banche alla « *Société Nationale* »; nè se questa cessione sia una facoltà, od un obbligo per le banche. Non è neppure noto, evidente-

mente, se il ricorso al credito della banca centrale, mediante le obbligazioni di nuova creazione, sia esplicitamente od occultamente limitato ed in che modo: particolarità tutte che è necessario conoscere per un giudizio fondato sulla vera natura dell'operazione di smobilizzo e sulle sue ripercussioni. Per quanto si sa ora, tuttavia, non si hanno motivi di ritenere che le innovazioni non debbano avere favorevoli ripercussioni sull'economia belga e, se la scelta dei crediti verrà fatta con criteri sufficientemente severi, non è probabile che si debba far ricorso a quella garanzia dello Stato, che il Governo ha concesso alla S. N. C. I. per il buon fine delle operazioni affidatele.



Per ottenere il secondo scopo il Governo a quanto pare avrebbe deciso che ciascuna « banca mista » debba creare una nuova società alla quale cedere: 1°) la propria ragione sociale; 2°) l'insieme delle sue operazioni di credito ordinario, nonchè il pacchetto di obbligazioni S. N. C. I. La gestione delle operazioni di credito mobiliare rimarrebbe ancora affidata al vecchio ente, il quale però dovrebbe mutare la propria ragione sociale.

Anche in questo caso il progetto è ancora troppo informe per sopportare una critica definitiva. Si può tuttavia notare fin d'ora che questa serie di innovazioni è soggetta ad obiezioni di duplice natura.

Primo: il processo di separazione fra istituti di credito ordinario e di credito mobiliare è più apparente che reale. Se non si emettono nuove azioni fra il pubblico, se non cede

la seconda banca, le sue partecipazioni nella prima alla collettività, la banca di credito mobiliare rimane praticamente il solo grande azionista della banca di credito ordinario, con tutta la gamma di conseguenze che facilmente s'immaginano.

Secondo: con questo sdoppiamento il sistema bancario belga vedrà raddoppiarsi le sue travature principali. Ora il mercato interno è sufficientemente ampio per permettere a tutti gli istituti, così sorti, una gestione remunerativa? Le banche di credito ordinario troveranno — non soltanto ben inteso, in questa fase di depressione ma anche in una eventuale fase di congiuntura più favorevole — un lavoro di sconti, depositi, ecc. sufficiente a coprire i costi ingenti di gestione? *Se ciò non si verifica, il sistema sarà di nuovo in una situazione instabile. E delle mutazioni future saranno le attuali provvidenze governative ad essere incolpate.*

Per ottenere questo secondo scopo il Governo belga avrebbe forse meglio fatto a seguire la linea tracciata da altri paesi, limitandosi all'epurazione dell'organismo del credito ed a impartire direttive molto generali per il suo miglioramento strutturale. L'applicazione delle provvidenze governative, adattando il sistema ai compiti che dalla collettività gli vengono affidati, è compito che, in Italia ad esempio, è stato lasciato ai banchieri.





# **Mercato germanico**





## Il sistema bancario tedesco in via di trasformazione

**L**a semplice elencazione cronologica dei principali avvenimenti che — anche soltanto dall'inizio della fase acuta della depressione economica mondiale — hanno interessato il sistema bancario tedesco richiederebbe pagine e pagine e sarebbe di non agevole interpretazione. Poche frasi ci possono dare meglio il *trend* dell'evoluzione che il sistema bancario ha subito e metterci quindi in grado di comprendere i motivi principali della costituzione della « *Commissione per l'inchiesta bancaria* ».

Per una serie di cause — prima fra queste la relativa scarsità di capitali dell'economia tedesca, in raffronto alle crescenti richieste per il graduale perfezionamento dell'attrezzamento produttivo del paese — le banche di credito ordinario in Germania, sorte nella seconda metà del secolo XIX sul modello di quelle già esistenti ed operanti in Gran Bretagna, si vennero evolvendo verso un nuovo tipo di istituto bancario: la « *universalbank* »; di banca cioè che, contrariamente alle consorelle francesi o britanniche, ottenendo fondi a vista ed a breve, all'interno ed all'estero, attraverso una fitta rete di succursali, non rifuggiva poi dall'investirne una parte notevole a media ed a lunga scadenza, con prestiti in varie forme, al-

l'industria ed al commercio. Il sistema bancario, la cui ossatura era appunto costituita dalle « *universalbanken* », veniva quindi ad assumere una fisionomia tutta propria. E per lungo tempo, anche nei testi scolastici si parlò di un sistema bancario di « *tipo tedesco* », mettendolo a raffronto con un eguale sistema a « *tipo inglese* ».

Nel raffronto il sistema di « *tipo tedesco* » non aveva senz'altro la peggio. Vantaggi e svantaggi anzi, — se la cosa veniva considerata dal punto di vista dell'economia generale — tendevano a bilanciarsi. I vantaggi consistevano principalmente in un'aumentata efficienza del capitale ed in un miglior controllo dell'evoluzione industriale; gli svantaggi in una maggior debolezza del sistema bancario che, legato a doppio filo con l'attrezzamento produttivo del paese veniva a risentire non soltanto di ogni crisi finanziaria, ma altresì di ogni squilibrio che interessasse la produzione nazionale e la solvibilità delle aziende in essa interessate. In tempi normali tuttavia, mediante opportuni accorgimenti, si potevano minimizzare gli svantaggi, dando quindi un maggior peso relativo ai vantaggi di questo sistema. Ed ancora nel 1930 e nel 1931 non erano pochi i tecnici inglesi che magnificavano di fronte alla Commissione Macmillan la leggendaria comprensione delle banche tedesche, verso i « *bisogni* » dell'industria nazionale ed attribuivano le difficoltà delle industrie inglesi, nel loro imperfetto adeguamento al movimento razionalizzatore, alla « *durezza di cuore* » delle loro grandi banche.

Dopo si mutò opinione. Già nel 1930 l'impalcatura creditizia tedesca cominciò a vacillare. Ma sotto la formidabile pres-

sione alle quali furono soggette le « *universalbanken* » nel 1931 (immobilizzo dei crediti concessi all'industria, ritiro di fondi dall'estero e dall'interno, insufficienti aiuti da parte della Reichsbank interamente impegnata nella difesa della valuta) l'armatura principale del sistema bancario cedette. Ed esso, di peso, cadde tra le braccia dello Stato.



Da allora il sistema funziona « *au ralenti* ». Un processo di riorganizzazione s'inizia subito; ma si tratta di una serie di provvedimenti d'emergenza, per far fronte alle immediate necessità, con la riserva mentale di far meglio domani o doman l'altro. Il governo differiva e l'incertezza della situazione politica era probabilmente il fattore principale di questi tentennamenti. Talchè, giunti gli hitleriani al potere, la situazione non si poteva dire fondamentalmente diversa da quanto non fosse nell'ottobre 1931.

Il nuovo governo manifesta subito un mutato atteggiamento nei confronti del problema, in parte perchè la riforma bancaria era stata un vessillo spinto ben in alto durante le battaglie elettorali e che non sarebbe stato conveniente ora ammainare; in parte perchè il problema si faceva di giorno in giorno più grave e non soffriva d'esser affrontato con mezze misure. Era ben chiaro che non ci si poteva accontentare di prescrivere nuove norme per rafforzare la situazione di liquidità delle banche, per l'epurazione dei bilanci, o dare agli istituti maggiori possibilità di utili. Ma si doveva addivenire ad una riforma profonda e sostanziale dell'organizzazione bancaria tedesca.



Viene quindi nominata una « *Commissione bancaria* », simile in sostanza a quelle che si ebbero in simili circostanze agli Stati Uniti, in Inghilterra e in Italia, con l'incarico di approfondire per mezzo di esperti i vari lati del problema e guidare il potere esecutivo con opportuni suggerimenti. La commissione ha iniziato i suoi lavori il 21 novembre 1933. E non è probabilmente passato giorno da allora, senza che la stampa in lunghe colonne riportasse brani di relazioni, spunti di discussioni, e sottoponesse ai tecnici pareri e proposte.



Orientarsi tra le proposte non è facile nè agevole. Si dovrà aver cura di considerare le cose un po' dall'alto, per non perdere la visione dell'insieme, tra la minutaglia dei problemi minori. E sarà opportuno concedere al commentatore estero un certo grado di indipendenza, nel suo giudizio, dato che il suo punto di vista non potrà coincidere con quello di un cittadino tedesco.

Ciò premesso, non sarà difficile convenire che le direttive fondamentali di marcia sono due, e si staccano in effetti abbastanza bene per il convergere su di esse delle discussioni, dai problemi di minor momento: *separazione delle banche dall'industria*, creando istituti speciali per le concessioni creditizie all'attrezzamento produttivo; *decentralizzazione bancaria*.

Sul primo punto pare che regni il maggior accordo. I grandi banchieri accusano l'industria di tutti i loro mali e paiono ben lieti di liberarsene, in questi anni magri, dimenticando a quanto pare come da queste relazioni non strettamente « bancarie » essi trassero notevoli utili, durante lunghi anni di pro-

sperità. Gli industriali, d'altro canto, pare vedano di buon occhio un ritorno a quella indipendenza che il crescente controllo bancario tendeva a diminuire sempre più. Ed inneggiano ora al sistema inglese, dimentichi che, nel loro paese, una così spinta evoluzione industriale non si sarebbe per certo raggiunta, senza l'impulso vigoroso delle grandi banche. Ingratitudine da una parte e dall'altra: ma è fenomeno così frequente, quando tutto volge al peggio, che non merita la pena di soffermarsi. Resta a vedere quale sarà la « *earning capacity* » delle grandi banche, quando si saranno ridotte a semplici istituti di credito ordinario, e dovranno sopportare la concorrenza delle casse di risparmio e degli enti di diritto pubblico, per investire a breve le loro ridotte disponibilità.



Sul secondo punto invece, sulla seconda direttiva di marcia, interessi opposti si urtano.

E' opinione generalmente accreditata, almeno tra il pubblico, che il sistema bancario tedesco sia troppo accentrato; che i grandi istituti di credito siano pervenuti ad evocare a sé una quota assolutamente troppo grande degli interessi finanziari del paese. Le provincie lamentano che Berlino e Prussia, nell'assorbimento di credito, facciano la parte del leone. E si affrettano ad aggiungere che se le responsabilità fossero state più suddivise, il sistema bancario tedesco avrebbe potuto opporre una maggior resistenza alla crisi; e via di questo passo. La raccomandazione dei più — e pare che questa abbia il favore del governo — è quindi: *decentralizzare*. Costituire cioè

tanti sistemi di banche regionali, sciogliendo le succursali di provincia dai loro vincoli di dipendenza verso le sedi centrali, e mantenere nel sistema bancario — quale ossatura principale, il nucleo dei maggiori istituti tedeschi, rafforzato magari da qualche ente di diritto pubblico.

Ma non occorre aggiungere come gli interessi di questi grandi gruppi siano opposti a quest'opera di decentralizzazione; come, di conseguenza, contro questa direttiva, vengano svolti una massa di argomenti buoni e cattivi di fronte alla Commissione bancaria. E non è certo dato di predire, per ora, quanto quest'opposizione potente possa far deviare dalla linea di condotta più sopra tracciata.

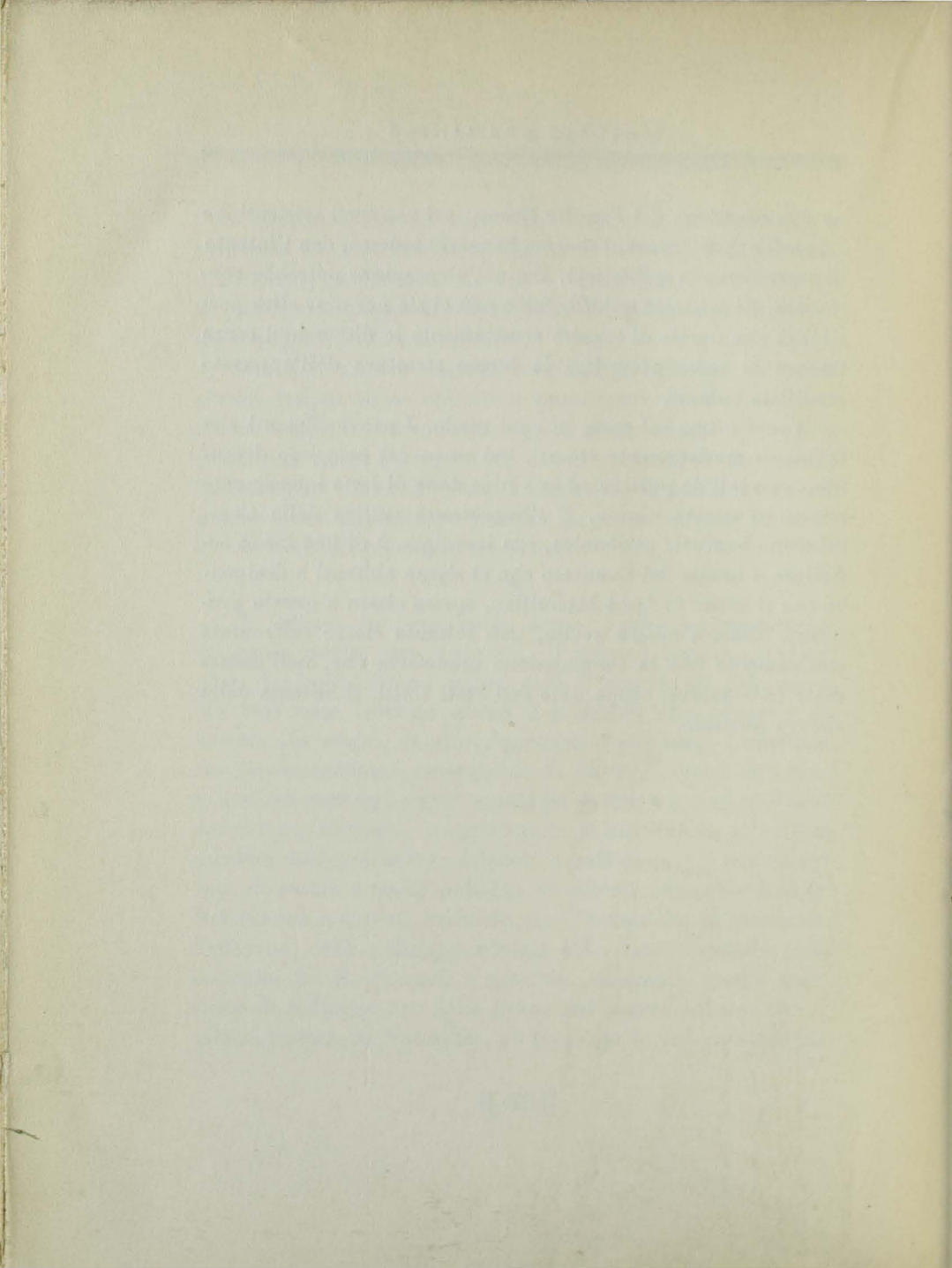


E' chiaro in ogni modo come, anche moderatamente spinto in queste due direzioni, il sistema bancario tedesco possa in breve tempo mutar completamente di fisionomia. Ma non sono soltanto questi i problemi che vengono dibattuti. Un nugolo di altri argomenti è affrontato e discusso, con decise tendenze innovatrici. Si discute a perdifiato tra i tecnici sui vantaggi e sugli svantaggi di una « socializzazione » del sistema bancario, e contro tutte le aspettative, il governo sarebbe tendenzialmente disposto a rafforzare gli istituti privati, di fronte a quelli pubblici. Si discute sulle relazioni fra Reichsbank e sistema bancario, con l'intenzione di aumentare l'efficienza della politica creditizia della banca centrale; sulle relazioni fra Reichsbank e governo, rompendo quella tradizione di indipendenza della prima dal potere politico che risale al trattato di Versailles, ed ha avuto la sua « codificazio-



ne » in occasione del Prestito Dawes; sui rapporti esistenti fra i singoli appartenenti al sistema bancario tedesco, con l'intento di accrescerne la solidarietà. E quest'elencazione potrebbe continuare. E' evidente quindi, come non ci sia per ora, altra possibilità che quella di seguire attentamente le discussioni senza tentare di voler prevedere la futura struttura dell'apparato creditizio tedesco.

Certa è una sol cosa, in ogni modo. I provvedimenti che verranno gradatamente attuati, nel corso del prossimo decennio, sono tali da portare ad una situazione di fatto interamente nuova in questo campo. E l'importanza storica della Commissione bancaria germanica, ora insediata, è di ben lunga superiore a quella del Comitato che ci siamo abituati a designare con il nome di Lord Macmillan, spesso citato a questo proposito. Essa, a nostro avviso, può soltanto essere raffrontata storicamente con la Commissione monetaria che, nell'immediato ante-guerra, seppe dare agli Stati Uniti, il Sistema della riserva federale.



## Debiti tedeschi

**N**on è forse inopportuno premettere che le dichiarazioni del dott. Schacht (aprile 1934) ai governatori delle banche centrali europee, riuniti per la consueta seduta mensile del Consiglio della B. R. I. a Basilea, non hanno sorpreso nessuno.

L'opinione pubblica internazionale, con una serie di notizie, ripartite opportunamente negli ultimi due mesi, era stata accuratamente preparata. Nessuno, più dei creditori stessi, era convinto che la Germania avrebbe chiesto una nuova e più estesa (quantunque sempre temporanea) « sospensione dei trasferimenti », per non aggravare la situazione della Reichsbank — resa più difficile in questi ultimi tempi, per il deflusso di divise dovuto all'acquisto all'estero di materie prime — e non compromettere la « sorte del marco ». Nessuno trova meno che lodevoli, meno che materne, le cure del dott. Schacht per la « sorte del marco ». E se a Basilea si è avuta qualche levata di scudi, da parte dei creditori (come del resto, forse, altre se ne avranno, nella prossima riunione di Berlino, durante la quale, all'incirca, si ripeteranno le stesse cose) si badi a non drammatizzare: anche in questa particolarità il gesto era previsto e non esce dai limiti imposti dal buon andamento dello spettacolo. E' una rappresentazione che si è ripetuta un così grande numero di volte negli ultimi



due anni, questa, che gli attori hanno avuto modo di imparare, a tutto lor agio, le parti.

L'Italia, per fortuna sua, non ha quasi, nell'intero problema dei debiti tedeschi verso l'estero, una parte più importante di quella di uno spettatore. L'indebitamento tedesco verso l'estero veniva valutato al luglio 1931 (agli inizi, cioè, della depressione mondiale) a circa 23,8 miliardi di marchi; esso era sceso, sempre secondo valutazioni più o meno approssimate a 19,5 miliardi nel settembre 1932, a 19 miliardi nel febbraio dello scorso anno, ed a 14,8 miliardi nel settembre dello stesso 1933, quest'ultima variazione essendo dovuta non a giganteschi rimborsi, ma alla svalutazione del dollaro.

Attualmente l'importo totale non dovrebbe superare i 12 miliardi di marchi. I creditori principali sono gli Stati Uniti (4,5 miliardi di marchi), l'Olanda (2,9 miliardi), la Svizzera (2,5 miliardi) e la Gran Bretagna (1,7 miliardi). L'Italia, in questa elencazione poco desiderata, occupa l'ultimo posto: i suoi crediti verso la Germania non raggiungono i 140 milioni di marchi. Si raffronti questa cifra con quelle finora esposte e si comprenderà la correttezza dell'affermazione sopra riportata.

Ora l'esiguità reale dei nostri impegni verso l'economia tedesca ci mette in una invidiabile situazione per un giudizio equanime su questa spinosa questione: e sarebbe male non approfittarne, poichè quelli che frequentemente vengono espressi dalle parti risentono più o meno fortemente degli interessi che essi rappresentano e non potrebbero quindi essere accettati senza prudenti esami.

Appartenendo ad un paese che ha costantemente messo bene in luce il suo fermo convincimento sulla necessità di una moneta sana, non saremo noi disposti, in alcun modo, a difendere un qualsiasi provvedimento, da parte di creditori stranieri, che mettesse in pericolo la stabilità del marco, avviando l'economia germanica verso quella pericolosa china dell'inflazione, di cui essa — ed il mondo intero — reca le traccie profonde. Dato che la situazione monetaria tedesca si è fatta negli ultimi tempi veramente delicata, e non sarebbe conveniente permettere (o determinare) l'esportazione di divise possedute dalla Reichsbank (la quale ha attualmente una copertura notevolmente inferiore a quella delle altre banche centrali, per la sua circolazione), siamo perfettamente d'accordo sulla necessità che vengano concessi all'economia tedesca altre facilitazioni (oltre a quelle numerose già sanzionate in passato) per il pagamento del capitale e degli interessi verso l'estero. Le ragioni addotte dal dott. Schacht ci paiono quindi assolutamente plausibili.

Si noti tuttavia: la contropartita che i creditori hanno il diritto di esigere, per nuovi sacrifici che vengono così a sobbarcarsi, è costituita dalla *stabilità del marco*, all'interno ed all'estero. Nessuno si nasconde o tenta di sminuire i danni che deriverebbero all'economia mondiale, da un nuovo deprezzamento della valuta tedesca. Ed il compenso non appare quindi sproporzionato agli oneri.



Ma ciò che non potrebbe in alcun modo concedersi, sarebbe una duplice politica, da parte del dott. Schacht: quale

si avrebbe, cioè, se egli, dopo di aver sventolato dinnanzi ai propri creditori il vessillo candido dei suoi convincimenti sulla necessità di una « valuta sana ad ogni costo », prendesse (od approvasse) altri provvedimenti all'interno, in grado di compromettere quella stessa valuta che i creditori, così palesemente, sono stati chiamati a « proteggere ». Sarebbe difficile che l'estero, senza reagire, venisse in tal modo ad assumersi i danni e le beffe.

Ora non vogliamo avanzare giudizi che potrebbero apparire superficiali e sarebbero in ogni caso affrettati: ma ciascuno dei provvedimenti monetari e finanziari, adottati dal governo tedesco, negli ultimi mesi, può rientrare ben difficilmente nello schema di una politica di valuta sana, a qualunque costo. Il moltiplicarsi dei marchi variamente bloccati, e variamente deprezzati, sul mercato internazionale, può arrecare all'economia degli altri stati, molti di quei danni (di una valuta « *dumping* ») che, con il mantenimento del « *gold standard* » in Germania, si vogliono evitare; l'acquisto di titoli di stato (operazioni di mercato aperto) da parte della Reichsbank, compromette la situazione della banca centrale tedesca: situazione che il dott. Schacht per primo dovrebbe tutelare, essendone responsabile. E nessuna di queste eventualità, non necessariamente alternative, sarebbe desiderabile.

Per ora, tutti lo sanno, non è probabilmente troppo tardi per tornare indietro. Molti basti s'accomodano per via. Ma sarebbe assolutamente sconsigliabile, e per l'economia tedesca e per quella mondiale, procedere oltre su questa strada.

*Il governatore della Reichsbank deve saper dimostrare, in pratica, nei confronti cioè di quei provvedimenti che gli ven-*



*gono sottoposti dal potere politico, quella austerità di vedute di cui egli fa sfoggio così di frequente nelle riunioni internazionali: e respingere, senza esitazioni, le misure che non rientrano nello schema, a lui ben noto, di una severa politica monetaria. Non vi possono essere nutazioni intorno ad un asse centrale: poichè gravi forze possono intervenire e rendere in un secondo tempo irraggiungibile la mèta.*

Per quale motivo i grandi creditori della Germania non mutano tattica e non procurano di ottenere garanzie circa la stabilità futura del marco, anzichè discutere a perdifiato, per ottenere un modesto aumento delle quote di trasferimento? Perchè non vorranno essi tutelarsi contro il pericolo reale ed esistente di una politica tedesca che li induca a sacrifici, in un secondo tempo resi vani?



## Moneta e produzione

**L**a politica monetaria tedesca degli ultimi tempi passerà alla storia come la politica dei colpi di scena. In questi anni la Reichsbank ha perduto 3 miliardi di marchi di oro e divise estere; ed ogni tappa in questo deflusso è stata segnata da provvedimenti legislativi, sempre più severi, ma uniformemente insufficienti, per arrestarlo. Dapprima controllo sui cambi, poi moratorie parziali che generarono tutto un ventaglio di marchi variamente « bloccati », per la delizia di chi ha rapporti economici con la Germania, poi moratoria generale assoluta (15 giugno 1934) ed infine a partire dal 26 giugno 1934 una decisione eroica da parte della Reichsbank: non cedere giornalmente più divise di quelle che non avesse potuto acquistare contro marchi.

Che quest'ultimo provvedimento sia di una semplicità estrema, nessuno invero lo può negare; nè si potrebbe contestare che, con una tale misura, se applicata con rigidità, si possa effettivamente « inchiodare » le riserve auree della banca centrale, al bassissimo livello al quale son giunte. Come del resto, l'esperienza di questi pochi giorni dimostra:

### *Riserve auree della Reichsbank* (milioni di marchi)

Data		Oro	Divise	Totale
15 giugno	1934 . . . .	94.3	6.2	100.5
23 giugno	» . . . .	72.4	4.0	76.4
30 giugno	» . . . .	70.1	6.6	76.7
7 luglio	» . . . .	70.1	6.8	76.9
14 luglio	» . . . .	72.2	5.6	77.8



ma sarebbe senza dubbio enormemente più difficile (leggi, a nostro parere, impossibile) l'affermare che una tale innovazione non possa essere gravemente pregiudizievole all'economia tedesca: tanto da lasciar in forse se sia veramente preferibile la sua applicazione o l'affrontar le conseguenze della sua attuazione mancata.

•

I responsabili della politica monetaria che la Germania segue, non devono poi aver affaticato molto i loro cerebri per stender questa nuova norma. La buona contadinotta che, andando al mercato, si propone saggiamente di non spender più soldi di quanti non possa realizzare cedendo quelle diciotto uova che occhieggiano nel cestino al suo braccio, non segue una politica sostanzialmente diversa da quella che applica attualmente la Reichsbank. Il gran male è che, se la nostra contadinotta può vivere « con la mano alla bocca » e farsi mancare superfluo e parte del necessario, se siamo in stagione d'ova scarse, senza un grave pregiudizio per la sua attività economica, l'economia tedesca non può con altrettanta facilità attendere che nelle casse della Reichsbank ci siano divise per iniziare e condurre a termine i vari processi produttivi: poichè se il processo di produzione non viene iniziato in tempo, con l'acquisto di materie prime e di semilavorati, dove questi si trovano — e quindi anche all'estero — e se esso non viene condotto regolarmente attraverso tutte le trasformazioni che la materia prima deve subire, per divenir un bene di consumo, il « bene di consumo » giunge sul mercato quando nessuno più lo acquista, e viene svenduto, deprezzato, fors'anche distrutto. In termini più concreti: se

una gran fabbrica di panni-lana tedesca inizia la fabbricazione dei panni un mese dopo l'epoca in cui il processo produttivo dovrebbe aver principio, perchè la Reichsbank non ha, a tempo opportuno, divise da consegnarle per pagare le lane d'Australia, la nostra fabbrica corre un gran rischio; quello di giungere con i suoi panni sul mercato, *a stagione inoltrata*, e non poterli vendere ad un prezzo remunerativo.

Questi esempi di produzione effettuata con un notevole numero di passaggi, attraverso cioè una serie considerevole di beni semilavorati, sono frequentissimi, costituiscono « la regola » nella tecnica produttiva moderna. *La rigidità della Reichsbank danneggia ed arresta un numero più o meno considerevole, ma sempre cospicuo, di questi processi produttivi*; arreca un danno assai grave all'economia tedesca, già duramente provata. E ciò tanto più che i periodi di maggior afflusso di divise estere alle casse della Reichsbank non coincidono necessariamente con quelli di più frequente inizio di processi produttivi, di maggiori approvvigionamenti, all'estero, di materie prime e semilavorati.



L'innovazione di Schacht inchioda le riserve della banca centrale: *ma su queste cifre si corre il rischio purtroppo d'inchiodar pure l'attività economica tedesca*. Si è ben sicuri, a Berlino, di aver saputo sceglier la via giusta, per la salvezza del marco?

Nessuno vuol diminuire l'importanza e la difficoltà del compito che grava sulle spalle del Governatore della Reichsbank; nessuno meglio di chi appartiene ad un paese ferma-

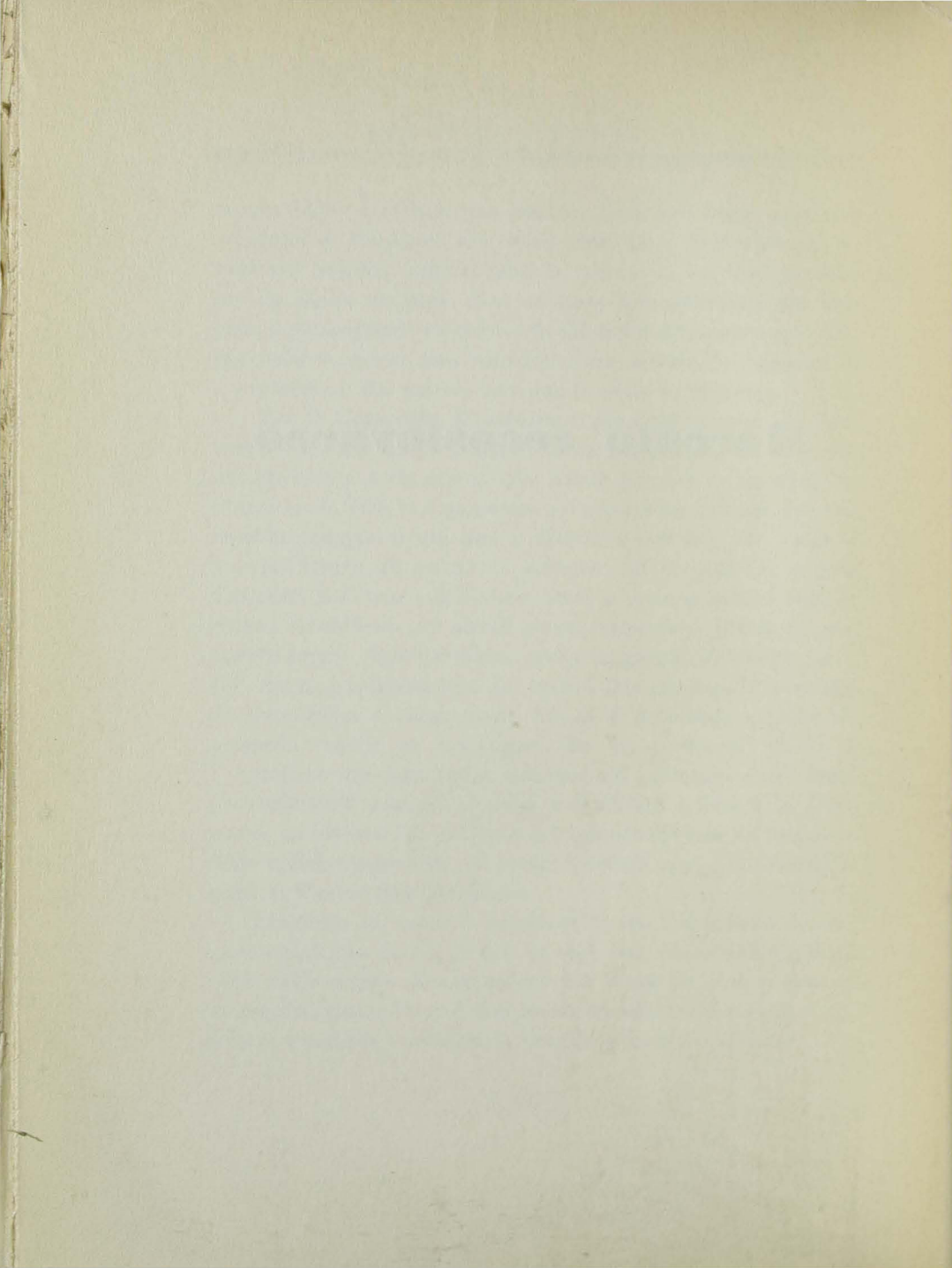
mente deciso a seguire una politica monetaria sana, apprezza gli sforzi di chi tende allo stesso fine. Data però l'attuale situazione tedesca, sembra che la strada da seguirsi avrebbe dovuto essere un'altra. Non adottare provvedimenti che valgano a danneggiare un'economia già tanto duramente provata. Ma cercare invece una soluzione che accordi le esigenze di « copertura » del marco, con quella della produzione.

Per la Germania, la soluzione più conveniente, dei problemi monetari attuali, non si trova per ora che in un « miglioramento » delle sue riserve auree per mezzo di aiuti internazionali. Non vi è momento nel quale l'economista apprezzerrebbe maggiormente una « *détente* » politica, che valga a tranquillizzare gli animi; a spingere ad accordi fra organi finanziari dell'uno e dell'altro stato; a revocar misure che, se recano un sollievo per alcuni giorni, apportano poi danni per annate intere. Senza dubbio, anche in questa direzione (prestiti esteri, miglioramento dei traffici internazionali) la strada da percorrersi è lunga assai. Ma vi è un'ottima ragione di proporla, anche se purtroppo, ha inconvenienti gravi: è l'« unica » che non possa definirsi un palliativo come tanti provvedimenti economici presi nell'ultimo triennio in Germania ed altrove. La salvezza del marco dipende da una cordiale collaborazione fra gli uomini politici tedeschi ed i dirigenti dell'economia germanica.

Frattanto se, come è presumibile, la Reichsbank ha riserve occulte in divise, le usi. In rari casi, come nell'applicazione delle norme di non cedere più divise di quante non se ne acquisti giornalmente, una nuova manifestazione della « rigidità » tedesca tradizionale sarebbe più sconsigliabile.



# **Mercato cecoslovacco**



## Nuovo esperimento monetario: il cecoslovacco

**N**on si ricerchino i motivi della recente legge monetaria cecoslovacca (il 17 febbraio 1934 il contenuto aureo della corona è stato ridotto del 16,6 per cento) consultando dati e notizie sulla situazione bancaria o creditizia del paese. A fine febbraio 1933 la Banca Nazionale Cecoslovacca aveva riserve auree (oro e divise) per 2.719 milioni di corone, a copertura di una circolazione di 5.601 milioni; un anno dopo, alla vigilia delle innovazioni, il 15 febbraio 1934, le riserve auree scendevano a 2.291 milioni ed i biglietti circolanti diminuivano a 5.537 milioni di corone. Situazione pressochè invariata. Nè si può supporre, dalle altre voci di bilancio che la posizione di liquidità dell'istituto fosse in alcun modo compromessa, per la forzata eliminazione di tossine accumulate, in anni di depressione, dal sistema bancario. Le banche cecoslovacche hanno senza dubbio sofferto per la crisi nazionale e mondiale. Ma comparativamente forse meno che in altri paesi, nei quali pure l'unità monetaria è rimasta invariata (Germania, Polonia). E l'impalcatura creditizia non dava preoccupazioni per la sua stabilità alla fine del 1933 ed agli inizi del 1934.

Le caratteristiche della situazione che ha condotto il governo di Praga al passo del 17 febbraio 1934 sono interamente



differenti da quelle che hanno costretto il governo inglese al 21 settembre, o possono venir addotte dal governo americano, per giustificarsi, di fronte al mondo, del 19 aprile 1933. La corona cecoslovacca viene deliberamente *tosata* per una determinata percentuale, ben stabilita, per ottenere determinati scopi, al di fuori del mondo che osservano gli specialisti della moneta e del credito: e, ad operazione perfezionata, essa viene di nuovo riagganciata all'oro. Non può quindi dirsi che, come il dollaro e la sterlina, essa passi dal nòvero delle valute sane (auree) a quello delle valute avariate (cartacee). Ma essa rimane nel nòvero delle valute sane, pur dopo di aver subito una specie di « *diminutio capitis* »: ritenendo, il governo di Praga, che questo passo indietro sia un provvedimento indispensabile per la risoluzione dei problemi che affannano gli agricoltori, gli industriali, i commercianti cecoslovacchi.

L'unità monetaria viene quindi trattata come uno dei tanti *strumenti* a disposizione di chi imprime le direttive della politica economica nel paese.



Il problema economico cecoslovacco — se pure un'espressione così vaga e comprensiva può pretendere ancora ad un barlume di significato — sorge, si può dire, con l'approvazione del Trattato del Trianon. Si è in seguito modificato alquanto; attenuandosi in certi casi, aggravandosi in altri per il susseguirsi degli avvenimenti monetari del dopo guerra (inflazione in un primo tempo, deflazione dal 1926 al 1929), ma è rimasto, a grandi linee quale era nel 1919. E' il problema, in sostanza, del migliore utilizzo di un sistema

produttivo avente determinate caratteristiche, quando le condizioni per un suo *efficiente* utilizzo sono improvvisamente scomparse. E' il problema del rendere *economicamente* produttiva una fabbrica, ad esempio, d'automobili, attrezzata per una produzione di un centinaio di macchine al giorno, quando il mercato in cui essa opera si è andato progressivamente restringendo e non assorbe neppure dieci macchine al giorno.

Nel territorio assegnato dai trattati di pace alla vergine repubblica cecoslovacca, si trova la maggior parte delle industrie che provvedevano al fabbisogno dell'ex-impero austro-ungarico: il 97 per cento delle birrerie; il 95 per cento delle fabbriche di smalto, il 90 per cento delle industrie vetrarie, il 70 per cento delle industrie del cuoio, l'81 per cento delle industrie dei materiali da costruzione, il 70 per cento delle industrie chimiche, il 71 per cento dei fusi ed il 90 per cento dei telai dell'industria cotoniera ed il 65 per cento dei fusi ed il 92 per cento dei telai dell'industria laniera. E via di questo passo. Ora questo attrezzamento produttivo che prima della guerra poteva contare su cinquanta milioni di consumatori, compresi nei confini dell'ex-impero degli Asburgo, ha attualmente a sua disposizione un mercato nazionale di poco superiore ai 13 milioni di abitanti. *Le possibilità di sbocco, all'interno del paese, si sono ridotte ad un quarto all'incirca sulla situazione prebellica.* Questo il nucleo centrale del problema cecoslovacco.

Dai trattati di pace in poi, il problema, in sostanza invariato, ha mutato di contorni, di sfumature. E non ostante che il tempo tenda ad attenuare gradatamente simili situazioni anormali, esso si è improvvisamente aggravato nell'ultimo

triennio, per un concorrere di cause di varia natura. Durante gli anni dei disordini monetari, infatti, in Cecoslovacchia ed all'estero, i rapporti tra costi e prezzi subirono sì improvvise mutazioni, da rendere più difficile il rendersi conto della reale gravità del problema. Esso non appare in piena luce che a stabilizzazioni monetarie avvenute. Inoltre, per lungo tempo, il carattere complementare delle economie degli Stati successori, aveva potuto assicurare alle industrie cecoslovacche quegli sbocchi che esse possedevano prima della guerra; ma l'aggravarsi della depressione economica, unitamente al rafforzarsi delle correnti tendenti ad una crescente autarchia degli aggregati politici, ha condotto ad un moltiplicarsi delle barriere doganali, intorno ai fumanti camini delle fabbriche cecoslovacche. E ciò ha aggravato il male. Il quale, d'altro lato, è stato, come se non bastasse, riacutizzato negli ultimi tempi dalla diminuita capacità d'acquisto dei paesi di sbocco: Germania, Austria, Romania, Jugoslavia, Ungheria, Polonia. Di modo che, nel momento attuale, la Cecoslovacchia — che in passato ha potuto contare su di una notevole eccedenza nella bilancia commerciale, per la sistemazione della sua economia — non può neppure esportare tanto da far fronte alle proprie importazioni necessarie.



Poche cifre sulla bilancia commerciale della Cecoslovacchia, per gli ultimi anni, servono egregiamente per dimostrare l'aggravarsi del problema di cui abbiamo finora discusso. Nel triennio 1926-1929 l'ammontare delle importazioni raggiunge, in media, i 17.7 miliardi di corone e il



valore delle esportazioni i 20 miliardi di corone. Il saldo attivo della bilancia commerciale raggiunge all'incirca dunque i 2.3 miliardi. Ma dal 1929 in poi l'ampiezza del traffico commerciale con l'estero diminuisce grandemente. La contrazione è progressivamente continua: e l'eccedenza attiva di cui può disporre l'economia della nuova repubblica va riducendosi. Finchè nel 1933 essa muta di segno.

Si osservino queste poche cifre: esse danno il motivo principale della svalutazione della corona cecoslovacca.

Bilancia commerciale della Cecoslovacchia (000.000 Kr.)				
	1930	1931	1932	1933
Importazioni . . . . .	15.714	11.764	7.489	5.832
Esportazioni . . . . .	17.477	7.489	7.350	5.852
Saldo attivo (+) o passivo (-) della bilancia commerciale . . . . .	+ 1.759	- 4.275	+ 139	- 21

E' il governo stesso di Praga che prova questa affermazione, se pure con una graziosa perifrasi per evitare le accuse di *dumping* monetario. La svalutazione della corona viene giudicata necessaria misura per correggere quella differenza tra potere d'acquisto della corona all'interno ed all'estero, *che ha causato la diminuzione delle esportazioni negli ultimi anni.*

Non si sarà pensato ad una fra le manifestazioni della leggendaria arguzia di La Rochefoucauld, affermando ciò?



La corona cade quindi vittima dell'andamento della bilancia commerciale. Non discutiamo sulla fondatezza delle addotte giustificazioni, alla sua tosatura: ma piuttosto sulle conseguenze del nuovo provvedimento. Può essere considerato un passo innanzi verso la risoluzione del problema?

Non crediamo che, a Praga, ci si faccia molte illusioni sulla portata delle innovazioni. Ma all'estero, per certo, si hanno ancor meno illusioni. E ci si domanda, con ragione, se veramente il miglioramento nella bilancia del commercio sarà tale da compensare gli svantaggi della sconfitta monetaria.

In primo luogo, come ben si sa, i vantaggi che l'economia di un paese può trarre da una svalutazione monetaria, sono, per loro natura *temporanei*: ben presto un rialzo dei prezzi all'interno tende a far perdere alle industrie esportatrici quei vantaggi che esse hanno improvvisamente acquisito, per la riduzione nel contenuto aureo dell'unità monetaria nazionale; per il fatto cioè di poter gettare, sul mercato internazionale, una produzione realizzata con *costi* minori che in precedenza. E notoriamente vana è ogni provvidenza — lo ricordino gli economisti ai politici di Praga — intesa ad evitare questo adeguamento dei prezzi interni, al potere d'acquisto della valuta all'estero.

Ma v'è di più. Questi temporanei vantaggi sono resi anche *dubbi*, nel caso della Cecoslovacchia, per il fatto che le sue esportazioni si dirigono in gran parte verso mercati che, da lungo tempo, si difendono dalle importazioni, contingentando merci di provenienza estera ed applicando misure restrittive per il commercio delle divise. *Spetta in sostanza all'estero* il decidere se permettere al governo di Praga di raccogliere i frutti della decurtazione nei risparmi, del parziale ripudio degli impegni del potere pubblico, di una artificiosa redistribuzione della ricchezza nazionale e delle altre funeste conseguenze di una variazione nel metro monetario. Anche volendo, non si può essere di soverchio ottimisti, a questo ri-

guardo. Proprio di questi giorni è una nuova levata di scudi, sulla stampa internazionale, contro i *dumpings* monetari.

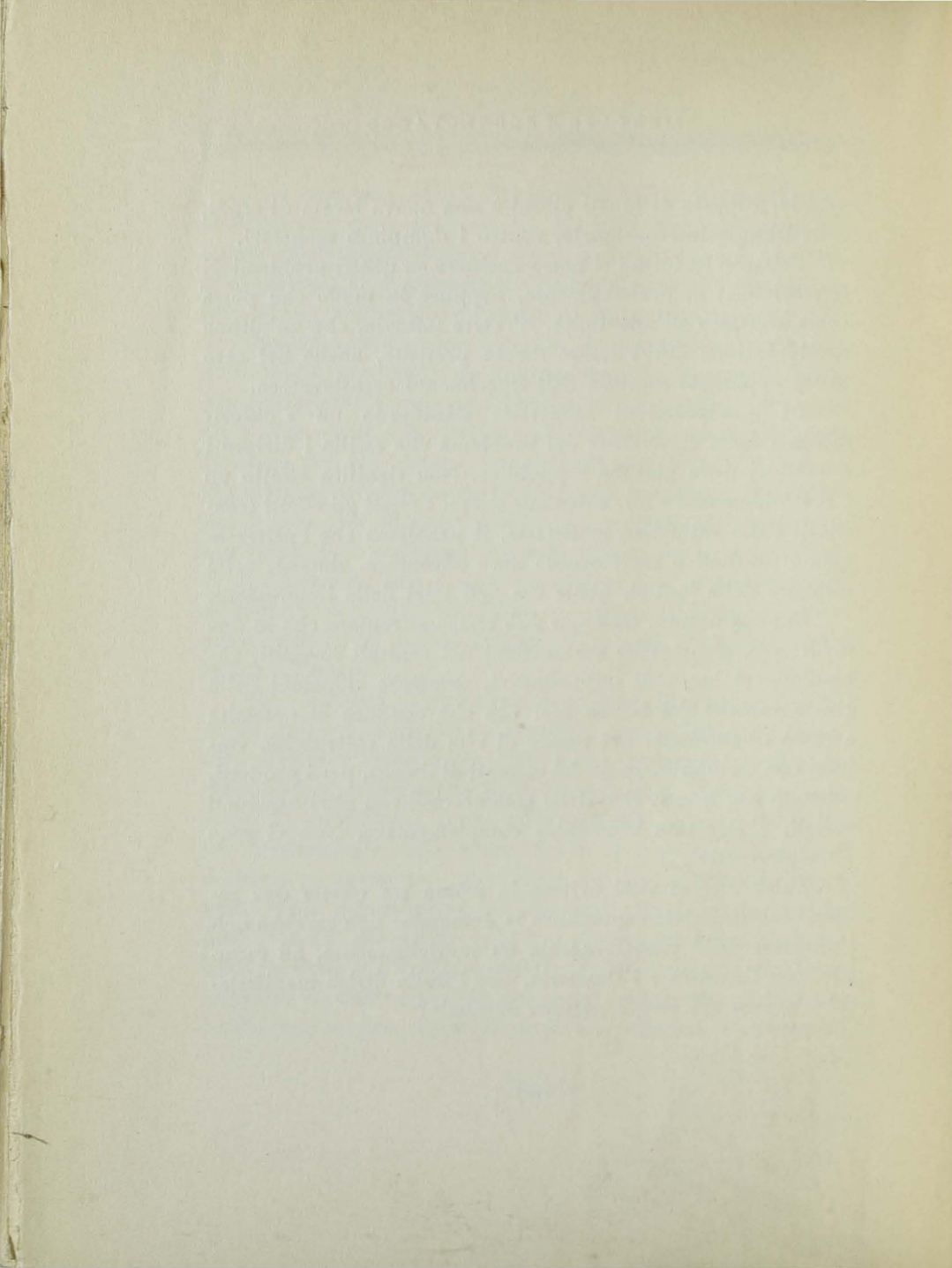
Soltanto in futuro si potrà decidere su questi problemi di convenienza: e, probabilmente, neppure in modo che possa venir accettato all'unanimità. E' certo tuttavia, che un'ultima considerazione dovrà essere tenuta presente, anche nel caso di un apparente successo dell'esperimento cecoslovacco.

Le manipolazioni monetarie significano un « differimento » nella risoluzione del problema che assilla i dirigenti economici della giovane repubblica. Non significa affatto un « ravvicinamento » alla soluzione stessa. Cessati gli effetti transitorii delle variazioni monetarie, il problema che l'attrezzamento produttivo cecoslovacco deve affrontare, rimane, nella migliore delle ipotesi, quale era agli inizi delle innovazioni.

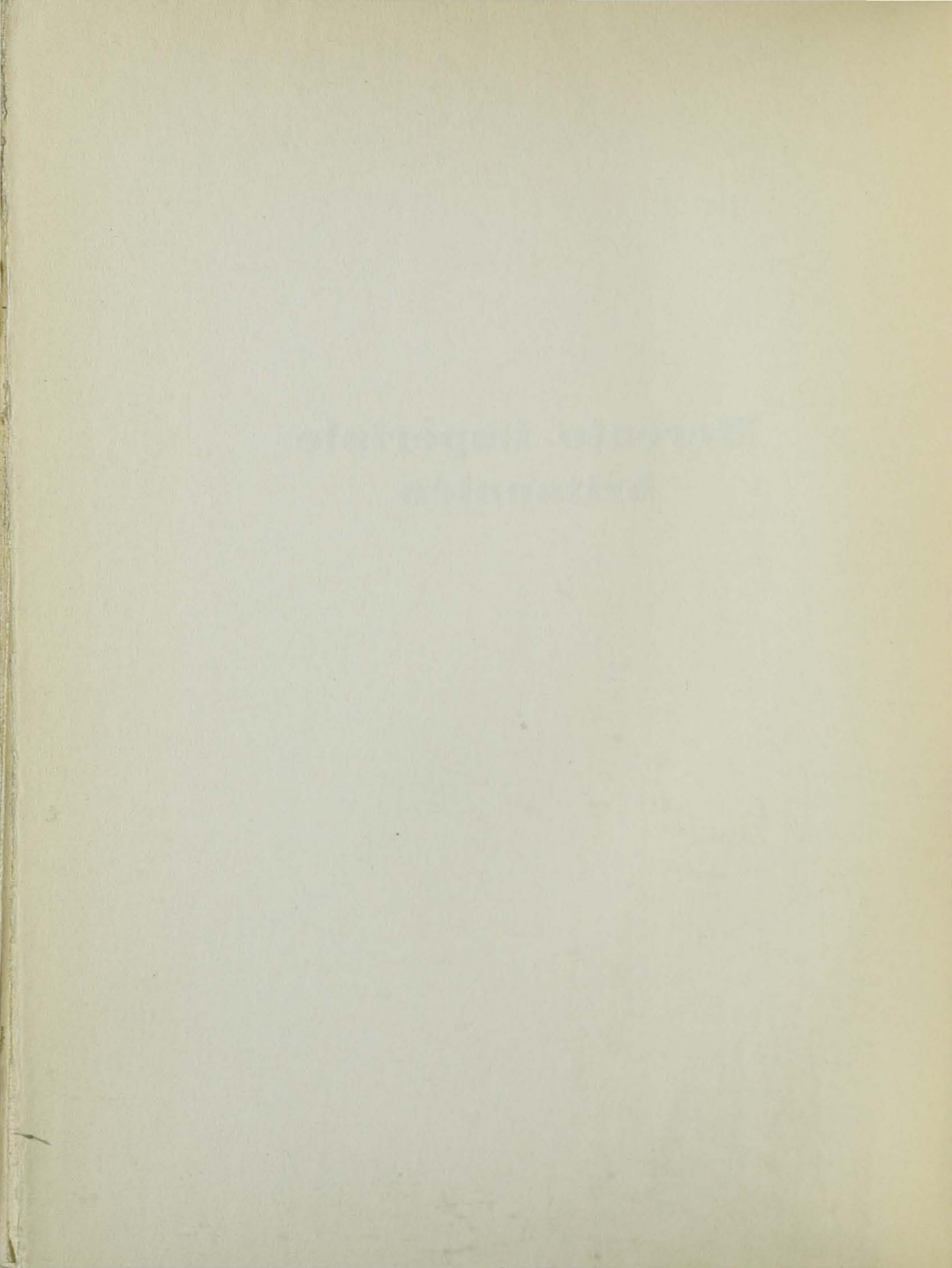
Per sua natura, esso non può essere affrontato che in due modi: con gigantesche svalutazioni nei capitali investiti, abbandono di impianti improduttivi, drastiche riduzioni nella remunerazione del lavoro ecc. Ciò che conduce di necessità ad una diminuzione nel tenore di vita della collettività. Oppure con un ampliamento dei mercati di sbocco, per i prodotti, ottenuto per mezzo di trattati commerciali con altri aggregati sociali, a struttura economica complementare. Non vi sono altre alternative.

Talchè, se si vuol evitare la prima tra queste due radicali soluzioni, vien spontanea la domanda: non sarebbe nell'interesse della Cecoslovacchia un ravvicinamento, ad esempio, con l'Austria e l'Ungheria, che l'Italia dirige manifestamente verso una nuova politica doganale?





**Mercato imperiale  
britannico**





## Londra alla riconquista del “primato”

**A**lcuni osservatori di vista particolarmente acuta affermarono nell'aprile 1925 che la Gran Bretagna stava sacrificando al desiderio di mantenere la sua supremazia, come centro monetario e finanziario, la prosperità delle sue industrie e dei suoi commerci. L'asserzione non pareva allora che vera per metà o tre quarti e lo divenne interamente soltanto dopo la stabilizzazione del franco ed il marcato ribasso dei prezzi espressi in oro. Gli avvenimenti giocarono contro i banchieri inglesi: e si giunse al 21 settembre 1931.

Si affermò, nel settembre 1931 che Londra, come centro monetario mondiale, era definitivamente tramontata: che New York, concorrente fresco di giovanili energie, ne avrebbe assunto la successione; e che in questa ripartizione di spoglie, anche Parigi avrebbe avuto la sua parte. L'affermazione non pareva anch'essa vera che per metà o tre quarti e si rivelò in seguito completamente falsa. A soli due anni di distanza dall'abbandono della base aurea — e nonostante che a Londra non si perda occasione di dichiarare che non si pensa ad un ritorno all'oro — Londra si avvia, sicura, alla riconquista del primato come centro finanziario mondiale. Gli avvenimenti questa volta giocarono in pro' dei banchieri inglesi: e furono abilmente sfruttati.

Qualcuno si domandava con trepidazione, poco più di un mese fa — quando cioè il mondo venne chiaramente edotto di qual genere di esperimenti si dilettaesse il signor Roosevelt — se anche la sterlina, che pure aveva saputo precedere il dollaro sul terreno infido delle valute cartacee, non avrebbe questa volta seguito l'unità monetaria americana, nella sua corsa all'ingiù. Il pericolo — è un pericolo tipico per le valute disancorate dall'oro — indubbiamente esisteva: ed a sottolinearlo ci pensavano, all'interno, produttori ed esportatori che facevano allora fuoco e fiamma per convincere la « *City* » che una sterlina a 4,86 a 5 o peggio, a 6 con il dollaro avrebbe causato polvere e rovine nell'organizzazione economica inglese. Ma era un pericolo sopra-valutato: specialmente all'estero, dove non si perdeva d'occhio il cambio, si cercava un'interpretazione agli sfingei movimenti nei conti della Banca d'Inghilterra e, a buon conto, ci si teneva pronti per una fuga in massa dalla valuta inglese. Sopra-valutato poichè non ci si curava di riflettere che, seguendo pedestremente il dollaro, non soltanto la sterlina avrebbe trascurato una magnifica occasione di rifarsi la verginità perduta: ma sarebbe stato di colpo distrutto un edificio di fiducia, penosamente costruito in un biennio e dal quale unicamente dipende l'avvenire di Londra, come centro finanziario internazionale. E le probabilità di questa « distruzione » erano, è ovvio, rare: estremamente rare.



Per comprenderlo basta considerare quanto sia stata lunga la via percorsa e quale eccezionale concorso di avvenimenti

abbia potuto facilitare la conquista delle posizioni raggiunte.

Per gettare le fondamenta dell'edificio, crollato il 21 settembre 1931, fu necessario mobilitare tutte le energie del paese. Caduta la sterlina, all'estero si stipulavano contratti in tutte le valute (specialmente dollari e franchi), sterlina esclusa. Raramente passava giorno senza che il vecchio cuore della vecchia signora di *Threadneedle Street* non fosse amareggiato da qualche notizia. Nè l'interno risparmiava amarezze, poichè nei contratti, le clausole oro e le clausole per la garanzia di cambio abbondavano. Un mondo si sgretolava. Un rovinio.

E si corse ai ripari. Le banche inglesi rifiutarono sistematicamente di concedere crediti di accettazione che non fossero stilati in valuta inglese: e l'estero, gradatamente, si piegò non potendo trovare altrove un'organizzazione bancaria che sostituisse quella londinese. Il mercato dei cambi a termine veniva utilizzato per coprirsi dei rischi. La magistratura fece del suo meglio per scoraggiare le « clausole oro », appigliandosi a tutti gli uncini per dichiararle nulle. E le « clausole » caddero in disuso. Il Governo creò (nel 1932) ed alimentò (nel 1933) un « *Exchange Equalisation Account* » che attualmente può disporre di 350 milioni di sterline. E il « fondo », accuratamente amministrato dalla Banca d'Inghilterra fece miracoli. Dopo il suo iniziale salto all'ingiù, la sterlina mantenne, nei confronti delle valute auree un contegno ammirevole (per una valuta « manovrata »). Gradatamente si riuscì per il concorrere di queste circostanze, a convincere l'estero che il diavolo (operazioni in sterline) non era forse così brutto come era abitudine rappresentarlo; che



la sterlina era poi sempre una « grande valuta internazionale », non comportante rischi in fondo molto superiori a quelli di altre valute, magari nominalmente a base aurea ma puntellate da gravose misure restrittive (marco); e che, infine, i vantaggi offerti dall'organizzazione del mercato londinese non si trovavano facilmente altrove. Il ghiaccio era rotto. E le fondamenta dell'edificio ormai poste.

Da allora, per un susseguirsi di motivi, si procedette più rapidamente del previsto. La moratoria (quantunque assai breve) delle banche newyorkesi, nel marzo 1933, dapprima, e la caduta del dollaro poi, elevarono la costruzione di un buon piano. La deficiente organizzazione del mercato francese; le esitazioni delle grandi banche su questa piazza, costantemente preoccupate della loro « situazione di liquidità »; le preoccupazioni che la Camera francese, cogliendo ogni occasione, diffonde nel mondo, col rovesciare un ministero dopo l'altro su questioni di bilancio di secondaria importanza, fecero il resto. Attualmente si è alle rifiniture. Londra non è probabilmente più lontana dalla meta, di quanto non lo fosse nei lontani mesi del 1924. E questa volta, — particolare d'importanza principalissima — senza premere la mano sull'attrezzamento produttivo; senza sacrificare cioè, per l'egemonia della « City », nel campo della finanza, il benessere del popolo inglese.

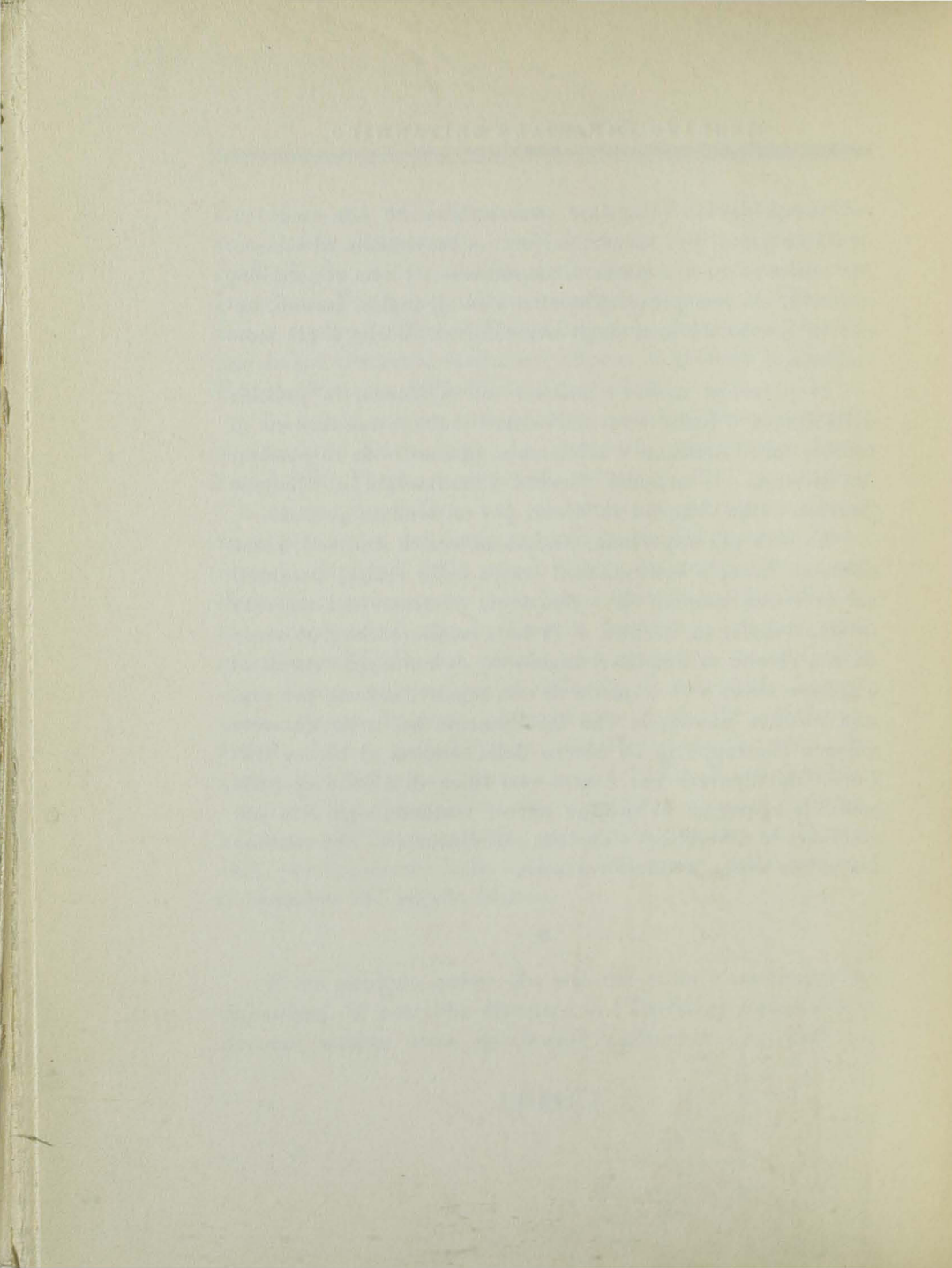


E' un risultato questo che può dar adito a innumerevoli discussioni. Si potrebbe discutere se l'*Exchange Equalisation Account* sarebbe stato egualmente « efficiente » nel caso in

cui avesse dovuto osteggiare prevalentemente non una tendenza al rialzo, per la sterlina, ma un movimento al ribasso. Ma anche se questo esame ci conducesse ad una conclusione negativa, ciò non proverebbe altro che gli inglesi furono, anche in questo, favoriti dagli avvenimenti. Il che è già stato concesso.

Si potrebbe inoltre chiederci se, in futuro, la politica della Banca d'Inghilterra nell'evitare violente oscillazioni di cambio sarà altrettanto « efficiente », quanto lo fu in passato. Ma nessuno — neppure Neville Chamberlain o Montagu Norman — ha elementi sufficienti per un fondato giudizio.

La cosa più opportuna, probabilmente, è limitarsi, come abbiamo fatto, a constatazioni tratte dalla realtà; basantesi sul crescente numero di transazioni, effettuate sul mercato internazionale, in sterline. E la lode migliore che può venir da noi rivolta ai finanzieri inglesi — da noi appartenenti al « gruppo aureo » — è quella di non seguire, *almeno per ora*, una politica monetaria che direttamente od indirettamente valga a contrapporre un blocco della sterlina al blocco dell'oro. Ma di avere per contro una linea di azione di indiscutibile appoggio al gruppo aureo, tentando ogni via per smorzare le differenze — anzichè sottolinearle — che esistono fra valute auree e valute cartacee.





## Inflazione in Inghilterra?

**I**l titolo di questo scritto ci ha dato qualche preoccupazione. Parlando di *inflazione* si corre il rischio di far turbinar di fronte agli occhi del pubblico, colto ma non specializzato, un nùgolo di carta monetata. E questo nel nostro caso, sarebbe un male grave. D'altro canto riferendoci soltanto ad una *espansione creditizia*, rischieremmo di non esser affatto compresi. Quindi, tra due mali, abbiamo preferito affrontare il primo procurando di « sterilizzare » l'ambiente con l'avvertire che in questo caso la parola *inflazione* deve esser intesa in senso stretto: come riferentesi cioè ad un aumento nei mezzi di pagamento (monetari e creditizi) in rapporto al volume delle merci scambiate, senza però che questo aumento debba assumere quelle enormi proporzioni di cui non mancano frequenti esempi nel dopo guerra.

Lo spunto di quest'articolo ci venne fornito dall'attuale situazione economica. Mentre nella maggior parte dei paesi a valuta sana la situazione economica nel 1933 e nei primi mesi del 1934 non ha mostrato infatti che ben scarsi e limitati accenni ad un miglioramento (di modo che sarebbe più proprio forse parlare di stasi piuttosto che di una inversione nella tendenza evolutiva) la situazione inglese invece permette qualche maggior ottimismo. La produzione industriale aumenta in

modo indiscutibile; gli indici dell'occupazione operaia ne risentono, variando nello stesso senso; il movimento commerciale con l'estero accenna a migliorare; gli scambi all'interno sono, senza dubbio, superiori ai minimi toccati nel 1931-32 e così via. Nulla sarebbe più facile che continuare in questa elencazione, poichè il citare i segni della ripresa costituisce la trama sulla quale s'intessono tutte le rassegne di fine 1933.

E' quindi, in certo modo, legittimo il dubbio: non può questo miglioramento, che si distingue dalla situazione generale, essere dovuto al fattore monetario? Od, in altre parole, non può affermarsi che una « relativa inflazione », e cioè che un aumento di mezzi di pagamento in relazione al volume degli scambi, abbia stimolato questo miglioramento?

Non possiamo qui che esaminare il lato monetario della questione. Le variazioni dal « lato delle merci » cioè nel volume degli scambi, assai più difficili a seguirsi statisticamente, si trascurano. Ciò introduce nelle conclusioni, qualunque esse siano, un elemento di dubbio. Sta per certo tuttavia che, se ci troveremo di fronte, per cause che procureremo di analizzare, ad un *marcato* aumento nei mezzi monetari, quale non potrebbe presumersi, — per la brevità del tratto di tempo concesso — nel volume delle merci scambiate, l'ipotesi che qui avanziamo di uno stimolo monetario, al miglioramento economico, sarà resa assai attendibile, se non rigorosamente provata.



Nella seguente tabella sono riuniti alcuni dati (medie annuali) tratti dalle situazioni settimanali della Banca d'Inghilterra.

*Banca d'Inghilterra*

(000.000 Lg.)

Anno	Riserva aurea	Circolazione (1)	Riserva del dip. banc. (2)	Depositi di banche	Portafoglio titoli stato	Altri titoli
1930 . . . .	155.1	415.1	56.5	65.5	49.7	26.8
1931 . . . .	139.7	406.0	51.2	64.7	45.5	38.6
1932 . . . .	130.4	405.4	45.9	81.3	64.0	39.2
1933 . . . .	176.6	440.4	69.2	99.9	79.6	25.9
	A	B	C	D	E	F

(1) Biglietti emessi: la circolazione effettiva è data da questa cifra *meno* le riserve del dipartimento bancario.

(2) Biglietti emessi ma non in circolazione.

Colpisce, innanzi tutto, il forte aumento avutosi nel 1933 nella «riserva aurea»: essa è conseguenza degli acquisti di metallo effettuati, sul mercato, dalla banca centrale, — talvolta anche per il tramite del « Fondo di stabilizzazione per i cambi » — acquisti facilitati dagli spostamenti di capitali, verso Londra, verificatisi specialmente nel secondo semestre 1933. L'abbandono del *gold standard* ha coperto la Banca d'Inghilterra, — almeno finchè il fondo di stabilizzazione dei cambi ha divise disponibili — dal pericolo di perdite di oro.

Date le prescrizioni della legge bancaria inglese, l'aumento nella riserva aurea doveva necessariamente condurre ad un aumento nella « circolazione » (biglietti emessi: in circolazione cioè e nel dipartimento bancario) (Col. B). E tale aumento è tanto più apprezzabile in quanto il limite per la circolazione scoperta (s'intende da riserva metallica) portato a 275 milioni di sterline il 31 luglio 1931, è stato ricondotto il 31 marzo 1933 al livello normale di 260 milioni.

Le variazioni nella colonna *A* e nella colonna *B* si riflettono sui dati della colonna *C* che raggruppa quella che viene designata dai pratici come « riserva del dipartimento ban-



cario » (biglietti emessi, ma non in circolazione): riunisce cioè le cifre sulle quali in genere ci si basa per giudicare della situazione monetaria del mercato londinese: dato che *grosso modo*, ad un'alta riserva bancaria corrisponde una facile politica di concessione di credito, da parte della banca centrale (che ha un largo margine di copertura dei propri impegni) ed un basso livello di saggi monetari, ed a una « bassa » riserva, una situazione inversa. Quantunque possa venir giudicato assai ardito e forse imprudente il voler far illazioni sulla politica della Banca d'Inghilterra, basandosi su poche cifre, le variazioni nei dati delle colonne (E) ed (F) indurrebbero ad affermare che la banca centrale, dal suo canto, ha favorito questa facilità sul mercato del denaro, — conseguenza dell'afflusso aureo — compensando, con un aumento nelle operazioni attive « volontarie » (col. E) la diminuzione che si verificava in quelle « involontarie » (col. F).

Conseguenza prima di questa politica di credito facile è stata un aumento nei depositi di banche presso la Banca d'Inghilterra (col. D). E' questa la piattaforma, per esprimerci in modo plastico, sulla quale le banche inglesi costruiscono il loro castello creditizio. Ed un crescente ammontare di riserve, presso l'istituto centrale, costituisce lo stimolo più potente, per le banche di credito ordinario, ad una politica di facili concessioni di credito.



Come si sono comportate le grandi banche inglesi, in questa situazione? Hanno esse svolto la loro politica del credito, in relazione allo stimolo che a loro veniva impresso dall'organo centrale?

Anche in questo caso, pochi dati, riguardanti le banche londinesi associate alla stanza di compensazione — banche che costituiscono l'ossatura principale dell'intero sistema bancario inglese — possono permettere qualche ragionata illazione. La situazione economica oppone forti ostacoli ad una politica di espansione creditizia che non voglia tener in non cale i normali criteri di selezione dei crediti. Inoltre il ricorso al credito bancario, anche da parte dei privati, è assai meno intenso nell'attuale fase congiunturale. Se ne ha una prova nella graduale diminuzione negli ultimi anni nella voce « corrispondenti - saldi debitori » (*Advances*), che raccoglie ancora le principali fra le operazioni attive delle banche inglesi:

*Banche londinesi associate alla stanza di compensazione*

Anno	Cassa e saldi presso la B.ca d'Ingh.	Depositi e conti correnti	Medie annuali (000.000 Lg.) Rapp. % le fra la cassa ed i depositi	Operazioni attive		
				Sconti	« Advances »	Investim.
1930 . . . .	192	1.801	10.7	264	963	258
1931 . . . .	182	1.760	10.4	256	919	301
1932 . . . .	187	1.791	10.4	308	844	348
1933 . . . .	212	1.953	10.8	354	759	537
	A	B	C	D	E	F

Tuttavia a questa diminuzione i grandi istituti di credito hanno fatto fronte, sia con maggiori « sconti » (data la scarsità di carta commerciale questo portafoglio è costituito per una quota assai notevole da « Buoni del Tesoro » a tre mesi) sia (e specialmente) con più ampi « investimenti », sobbarcandosi così i maggiori rischi che un più ampio incanalarsi di fondi in questa direzione — donde il defluire è assai più lento — arreca.

Di pari passo quindi con l'accrescersi del volume delle

operazioni attive (a loro volta stimulate, come abbiamo visto, dall'accrescersi nelle disponibilità di cassa) aumentano i depositi: l'incremento avutosi in questa voce, raggiunge circa i 200 milioni di sterline (più del 10 per cento) nel 1932-1933. Se si consultassero cifre (non ancora disponibili) riguardanti tutto il sistema bancario inglese l'aumento nei depositi sarebbe senza dubbio più marcato.



La nostra discussione potrebbe arrestarsi qui: per solito le variazioni nel totale dei depositi bancari — sia pure con le riserve d'uso — sono considerate come un sintomo attendibile di variazioni analoghe nella *moneta bancaria*, in quella quota dei depositi cioè che dalla collettività, è destinata a scopi monetari. E' bene tuttavia aggiungere che osservando la ripartizione percentuale dei vari tipi depositi al totale, si può aggiungere qualche argomento che avvalora la nostra opinione.

Il totale dei depositi viene suddiviso infatti, nelle statistiche bancarie inglesi, in due categorie: depositi a vista (*current accounts*) e depositi a termine (*deposit accounts*). Sui primi i grandi istituti inglesi, per solito, non corrispondono interessi di sorta; è piuttosto difficile quindi che, in questa categoria, vengano compresi depositi, tenuti dalla collettività, a scopi non monetari (a scopi di risparmio ad esempio). Ed il Keynes stesso utilizza i dati statistici che riflettono le loro variazioni, per giudicare delle mutazioni nei suoi depositi monetari (*cash deposits*). Ora, nel 1933, sono appunto i depositi a vista che aumentano, in confronto al totale, in misura assai



maggiore che i depositi a termine: di modo che i primi, i quali in media nel 1932, rappresentavano il 49,5 per cento del totale dei depositi, salgono fino a costituire, in media, nel 1933, il 51,3 per cento del totale stesso.



Mi pare sommamente improbabile si possa dimostrare, che, nel solo 1933, il volume della produzione e degli scambi, la struttura dell'apparato produttivo inglese, abbiano subito modificazioni tali, da giustificare un aumento dei mezzi monetari così marcato. Risponderemmo quindi in senso affermativo alla domanda espressa nel primo paragrafo di questo articolo.

Ciò, a mio avviso, è della maggiore importanza: in quanto permette di considerare da un punto di vista mutato il miglioramento della situazione economica inglese; e soprattutto rende legittimo il dubbio sul protrarsi di questo miglioramento non appena cessi (e dovrà inevitabilmente cessare) lo « stimolo » monetario.



## Politica monetaria britannica

**R**ispondendo ad una mozione presentata da un deputato liberale, il Cancelliere dello Scacchiere Chamberlain ha avuto modo di fare ai Comuni alcune dichiarazioni in tema di politica monetaria britannica, che meritano di essere ampiamente conosciute. In sostanza la mozione liberale chiedeva: 1°) che venisse nominata una commissione d'inchiesta sulla politica monetaria seguita dal settembre 1931 in poi; 2°) che si considerasse con serietà l'opportunità di un ritorno all'oro della Gran Bretagna. Su quest'ultimo punto la risposta del Cancelliere è stata assai breve: il governo inglese non riteneva che fosse conveniente per la Gran Bretagna ritornare all'oro fino a che non si fossero verificate le seguenti condizioni: *a)* aumento dei prezzi, sul mercato mondiale, in modo da condurre ad una situazione di equilibrio fra prezzi e costi; *b)* abbassamento delle barriere doganali; *c)* sistemazione definitiva del problema dei debiti di guerra; *d)* definizione di provvedimenti intesi ad evitare fluttuazioni nel potere d'acquisto dell'oro, dovute a fattori monetari. La posizione è quindi sostanzialmente invariata, nei confronti di quella assunta da chi dirige la politica monetaria inglese, nel luglio 1933, alla fine delle riunioni della Conferenza monetaria ed economica mondiale. E se ci viene permesso di sotto-



lineare sulla base di questa *immobilità* quanto poco credito debbano ottenere le voci, che si ripetono periodicamente — ed il più recente esempio ne è fornito da quelle avutesi in occasione del viaggio di Harrison a Basilea — su di un « *incombente ritorno* » della sterlina all'oro, non ci occuperemo più di questo punto.



Invece assai più interessante — anche e specialmente per chi appartiene ad un paese a valuta sana — è l'esaminare la risposta di Chamberlain per quanto riguarda la nomina di una commissione di inchiesta sulla politica monetaria britannica, dopo la caduta della sterlina. Il Cancelliere nega la opportunità di convocare esperti, riuniti in collegio, e per indagar sul passato e per decidere o proporre pel futuro. E lo fa con argomentazioni che, quantunque improvvisate, non possono non parere alquanto strane.

Il ragionamento può essere esposto, schematicamente, così: *a)* il Governo ha condotto una politica monetaria intesa soprattutto al raggiungimento di quelle condizioni che debbono permettere alle industrie ed ai commerci di aumentare la propria attività; *b)* condizione essenziale, per ottenere questo scopo era il provocare un rialzo nel livello dei prezzi all'interno: il numero indice dei prezzi all'ingresso, eguagliato a 100 nel settembre 1931, sale a 100,5 all'epoca in cui siede la Conferenza di Ottawa, a 126,7 nel gennaio del 1933 (agli inizi della Conferenza monetaria mondiale), a 137,2 nel giugno 1934; *c)* contemporaneamente il tasso di sconto è stato mantenuto per due anni, al 2 per cento, minimo assoluto:

ed è necessario risalire al secolo scorso per poter trovare un periodo, altrettanto lungo, durante il quale l'attività produttiva abbia potuto beneficiare di un tasso così basso; d) a lato di queste provvidenze principali, il Governo ha condotto una politica di lavori pubblici; e) come conseguenza degli avvenimenti esposti sotto le lettere (b), (c) e (d), industria e commercio in Inghilterra hanno avuto dal 1931 in poi un miglioramento notevole, comparativamente agli altri paesi anche più evidente, poichè in molti di questi si è avuto, nello stesso periodo di tempo, un peggioramento della situazione economica; f) « Dunque », conclude il Cancelliere, « perchè, considerando questi fatti, dovremmo noi riaprire l'intera questione della nostra politica monetaria »?



L'aver semplificato il ragionamento di Chamberlain, in poche proposizioni, contrassegnate da lettere, ci permette di esaminarne la sostanza.

*In effetti, esso non tiene.* Il miglioramento raggiunto nel grado di attività dell'industria e dei commerci inglesi non è affatto una prova assoluta, incontrovertibile della bontà dei metodi usati; dispenseremmo forse un medico dal « *redde rationem* » soltanto perchè egli afferma e dimostra che il malato non ha sofferto, durante il periodo delle sue cure? Anche se è notorio aver egli ottenuto questo scopo con determinate dosi di *Narcotal* pregiudizievoli alla guarigione dello stesso infermo? E per quale ragione allora (che non fosse di natura politica, ma soltanto basate sull'esame delle difese del governo, secondo i dettami della logica) non avrebbe dovuto la Camera

dei Comuni chiedere che « non ostante gli effetti ottenuti », si nominasse una commissione per decidere se l'azione intrapresa dal governo, nel campo della moneta, fosse davvero la migliore possibile *dal punto di vista economico e nell'interesse dell'intera collettività?*



La Commissione — ove la Camera non si fosse accontentata come è avvenuto purtroppo, delle parole del Cancelliere — avrebbe potuto fare qualche constatazione interessante: che il miglioramento dell'attività nell'industria e nel commercio inglese, è dovuta in gran parte allo stimolo monetario; a « *dumping* monetario », per esser più chiari. Infatti: *a)* nel settembre 1931 la sterlina ha perso di colpo il 30 per cento circa nei confronti delle valute auree, ciò che ha permesso, raffrenando l'aumento dei prezzi all'interno, di procurare alla sua produzione, sbocchi eccezionali; *b)* in seguito l'unità monetaria inglese è stata manovrata in modo da cedere lentamente terreno, nei confronti delle valute auree. La svalutazione della sterlina, rispetto all'oro supera attualmente il 40 per cento; *c)* contemporaneamente, — e come abbiamo già detto — si determinava il sorgere delle condizioni necessarie, per un'espansione nel credito, in modo da accrescere il potere di acquisto delle masse, all'interno del Regno Unito, premendo però sui prezzi all'interno per quanto era possibile conciliare queste due politiche sostanzialmente contraddittorie.

Che effetto immediato di una tale politica di « *inflazione monetaria controllata* » debba essere un miglioramento nel grado di occupazione, un sentimento di euforia fra i produt-



tori, fra gli intermediari, e forse anche fra i consumatori, (quantunque la maggior parte fra questi venga danneggiata, avendo redditi monetari fissi o quasi) è cosa che ci si poteva attendere. Ma per quanto tempo si potrà continuare sù questa via che condurrebbe passo passo all'annullamento del valore della moneta? E quando ci si fermerà più o meno bruscamente, e finalmente l'attività produttiva britannica non potrà più contare su di un comodo divario fra il potere d'acquisto interno ed esterno dell'unità monetaria, non avrà inizio un periodo assai più doloroso di quello che precedette il settembre 1931? Liquidazioni; annullamento di capitali fissi (strumentali) inutilizzabili; ribasso nei prezzi; falcidie nei redditi; depressione economica. Tutto ciò appartiene alla fenomenologia dei periodi postinflazionistici. Di quello che seguirà alla sua politica, il Cancelliere dello Scacchiere avrebbe dovuto rendere conto alla commissione d'inchiesta. Se fosse stata nominata.

Se poi, invece che da una commissione inglese, la politica monetaria britannica avesse dovuto essere giudicata da una commissione internazionale, si sarebbe potuto metter sulla bilancia anche i danni arrecati alla economia mondiale (ed ai paesi a valuta sana in particolare) dal blocco della sterlina che pare scivoli con tutto il suo sistema di prezzi sul blocco aureo.

« Ma si naviga in pieno nel regno delle ipotesi » ci rimprovera sorridendo Chamberlain.



## La Banca Centrale del Canada e le sue caratteristiche

**L**a struttura di un moderno sistema bancario — struttura alla quale si è pervenuti in seguito ad una lunga evoluzione, durata centinaia d'anni — può rappresentarsi schematicamente, richiamando alla memoria i rapporti che intercorrono tra i vari corpi celesti che costituiscono il sistema solare. Al centro del sistema bancario è la *banca centrale*, prima base dell'espansione creditizia del paese. Essa detiene le riserve ultime della collettività, (quelle riserve che entrano in gioco specialmente quando trattasi di effettuare pagamenti all'estero), ha il diritto esclusivo di emettere biglietti e limita in genere le proprie operazioni, non intrattenendo rapporti creditizi se non con gli altri componenti del sistema bancario. E' questo il « sole » del sistema. Intorno a questo sole roteano grandi pianeti, *i maggiori istituti di credito ordinario*. Essi, che in genere possono disporre di una vasta rete di succursali, attraverso tutto il paese, costituiscono l'ossatura principale del sistema: ed a loro volta intrattengono direttamente od indirettamente, rapporti creditizi con ogni appartenente all'organismo bancario operante in quella data collettività. La politica creditizia svolta dalla banca centrale influisce, in misura maggiore o minore, a seconda dei casi, sull'operato dei maggiori istituti di credito: e quello da que-



st'ultimi messo in atto, sulla politica degli altri appartenenti al sistema. La banca centrale è l'ente sul quale incombe il dovere di dirigere l'intero sistema bancario.

Tutti i maggiori sistemi bancari si avvicinano in modo maggiore o minore a questo schema, con una sola eccezione di qualche importanza: il sistema bancario canadese. Ancora attualmente il sistema bancario canadese non ha banca centrale.



Il nucleo principale del sistema bancario canadese è in effetti costituito da dieci banche (*chartered banks*) aventi in complesso più di tremila succursali sparse su tutta l'immensa superficie del Dominio. Esse sono tra loro unite da un ente (la *Canadian Bankers Association*) creato nel 1900, ed hanno, tutte, il diritto di emettere biglietti in proporzione all'ammontare delle loro disponibilità patrimoniali; possono anche superare questo limite normale, per brevi periodi, versando allo stato un tanto per cento sull'ammontare dei biglietti emessi addizionalmente. La circolazione da loro fornita è quindi relativamente elastica; e quantunque i biglietti da loro emessi non siano a corso legale, si può affermare che essi soltanto costituiscono la quota veramente efficiente del circolante del paese. Poichè i biglietti emessi dal governo (*Dominion notes*) non variano che entro limiti piuttosto ristretti, e soprattutto in relazione con i movimenti nella riserva aurea.

Un tale sistema bancario acefalo potè sopravvivere immutato per sì lungo tempo per una serie di circostanze che

non elencheremo e soprattutto perchè, in tempi di necessità urgenti era in facoltà del governo di aiutare gli istituti maggiori, con anticipazioni contro titoli ecc. Era ben chiaro tuttavia che, prima o poi, alla creazione di una banca centrale si sarebbe dovuti addivenire. L'occasione propizia venne trovata nel 1933, in occasione del rinnovo decennale della autorizzazione governativa alle banche, di compiere operazioni di credito. Fu prospettata allora la necessità di creare un ente al quale incombesse il compito di *dirigere* il sistema bancario. Il governo nominò nel luglio 1933 una commissione d'inchiesta composta da Lord Macmillan (presidente) e da altri quattro membri tra i quali Sir Charles Addis della Banca d'Inghilterra. La Commissione tenne le sue riunioni al Canada durante i mesi di agosto e settembre, ascoltando deposizioni su deposizioni e compiendo ogni sorta di ricerche tecniche. Nell'ottobre venne pubblicato un rapporto di un centinaio di pagine nel quale la maggioranza dei commissari nominati sosteneva l'opportunità della creazione della banca centrale e fissava le caratteristiche desiderabili di questo nuovo istituto. Il governo canadese fece sue le raccomandazioni della commissione Macmillan, e proprio in questi giorni una nuova legge è sottoposta all'approvazione del Parlamento canadese che darà vita alla *Banca del Canada*.

Il sistema bancario canadese sta dunque per rientrare, per quanto riguarda la sua fisionomia strutturale, nella normalità.



Merita la pena di esaminare fin d'ora le principali disposizioni ora note di questo atto di nascita della Banca

del Canada, poichè, spente le ostilità delle *chartered banks* — danneggiate in duplice modo dalla nuova legge: e per la graduale perdita del diritto d'emissione e per il ritiro dei depositi governativi — si può affermare che il progetto si trasformerà in legge, senza sostanziali modificazioni.

Il capitale della Banca del Canada sarà limitato a cinque milioni di dollari canadesi e suddiviso in azioni di cento dollari ciascuna. Soltanto sudditi britannici potranno essere azionisti e, per evitare pericoli inerenti all'acquisto di interessi preponderanti nell'istituto, nessuno potrà detenere più di cinquanta azioni. Le banche, disposizione particolarmente importante, non possono divenir azioniste dell'istituto centrale.

Con queste disposizioni la nuova legge si stacca lodevolmente da molte altre che l'hanno preceduta. Da un lato attingendo direttamente fra il pubblico le disponibilità patrimoniali dell'istituto rende al Canada più netta la separazione fra banca centrale e potere politico, di quanto non sia altrove, allorquando il potere politico in tutto od in parte ha fornito il capitale dell'istituto. Dall'altro lato evitando rapporti troppo stretti fra banche di credito ordinario e banca centrale, la legge preserva il nuovo ente da quel certo grado di dipendenza, dagli istituti che debbono essere da esso controllati; dipendenza che, ad esempio agli Stati Uniti, ha così di frequente messo in imbarazzo i dirigenti delle *Federal Reserve Banks*.

Alle azioni non potrà essere distribuito un dividendo cumulativo, superiore al 6 %. In tal modo (con la clausola espressa nella parola « cumulativo ») si dà alle azioni della banca centrale (specialmente dopo i primi anni di esercizio)



una stabilità di reddito che le sottrae a variazioni di carattere speculativo.

Alla banca centrale, naturalmente, deve venire ad accentrarsi la riserva aurea del paese. Il progetto di legge dispone infatti che le banche di credito ordinario debbano consegnare al nuovo istituto l'oro da esse posseduto e da esse detenuto al Canada; con esclusione del metallo da esse posseduto quale contropartita di loro impegni verso l'estero. (In altri paesi si è stati assai più severi, non limitando in questo modo le disposizioni di legge). Inoltre viene data facoltà al governo di obbligare i privati a conseguare oro in loro possesso alla banca centrale. Ed è probabile che di questa disposizione ci si avvalga immediatamente, in futuro, non appena ciò sia possibile. In tal modo le riserve del nuovo istituto saranno rafforzate anche con il sottrarre alla circolazione ed alla tesaurizzazione, metallo finora impiegato a questi scopi. E sarà questo un altro passo verso quell'accentramento dell'oro nelle casse degli istituti centrali, — per il compimento di operazioni internazionali e come garanzia della circolazione cartacea — dal quale ci si può attendere, in futuro, un miglior funzionamento del « *gold standard* ».

Le riserve auree verranno, come è normale, utilizzate a copertura dei biglietti emessi dalla banca centrale. La Banca del Canada avrà infatti — condizione indispensabile per un efficiente controllo sul mercato creditizio — il diritto esclusivo di emissione. Tuttavia, mentre il governo sospenderà immediatamente le proprie emissioni di biglietti, alle *chartered banks* verrà mantenuto questo diritto, diminuendo gradatamente di anno in anno, l'ammontare massimo di biglietti che

da esse possono venir emessi. In tal modo si calcola che entro i prossimi 10 anni possa venir ritirato all'incirca 75 % dei biglietti attualmente in circolazione, per opera delle banche di credito ordinario. Pure in modo graduale quindi la Banca del Canada potrà prendere la direzione del mercato; ed in ciò sarà facilitato il suo compito, per il fatto che essa dovrà compiere operazioni bancarie per conto del governo, accentrando a sè la massa considerevole di depositi pubblici che attualmente è ripartita fra le varie banche di credito ordinario.

Un compenso notevole alle perdite che in seguito a queste disposizioni le banche di credito ordinario vengono a subire, si trova nella facilità con la quale esse potranno ricorrere in futuro al credito della banca centrale; maggiori possibilità di ottenere sconti ed anticipazioni significano infatti per le *chartered banks* maggiori lucri su ammontari che, in altre condizioni avrebbero dovuto mantenere come riserve ed ora possono venir altrimenti impiegati.



Presentando al Parlamento il nuovo progetto di legge riguardante il nuovo ente, il Ministro delle Finanze, Rhodes, ebbe a dichiarare che sarebbero stato compiti della Banca del Canada, i seguenti: a) *dirigere il credito all'interno*; b) *controllare i cambi*; c) *limitare le fluttuazioni nel livello della produzione, dell'attività commerciale dell'occupazione e dei prezzi, in quanto ciò sia possibile con un'azione monetaria*; d) *dare al Governo imparziali consigli su argomenti di tecnica finanziaria*.

Le affermazioni di cui alla lettera (a), (b) e (d) non me-

ritano particolare rilievo. Sono questi compiti normali di ogni istituto centrale. Ma l'asserzione contraddistinta dalla lettera (c) può indurre qualche osservatore — fors'anche troppo sospettoso — ad intravedere il rovescio di quella medaglia che finora abbiamo avuto sott'occhio da una faccia sola. Soltanto il futuro permetterà di vedere fino a qual punto questi dubbi siano giustificati.

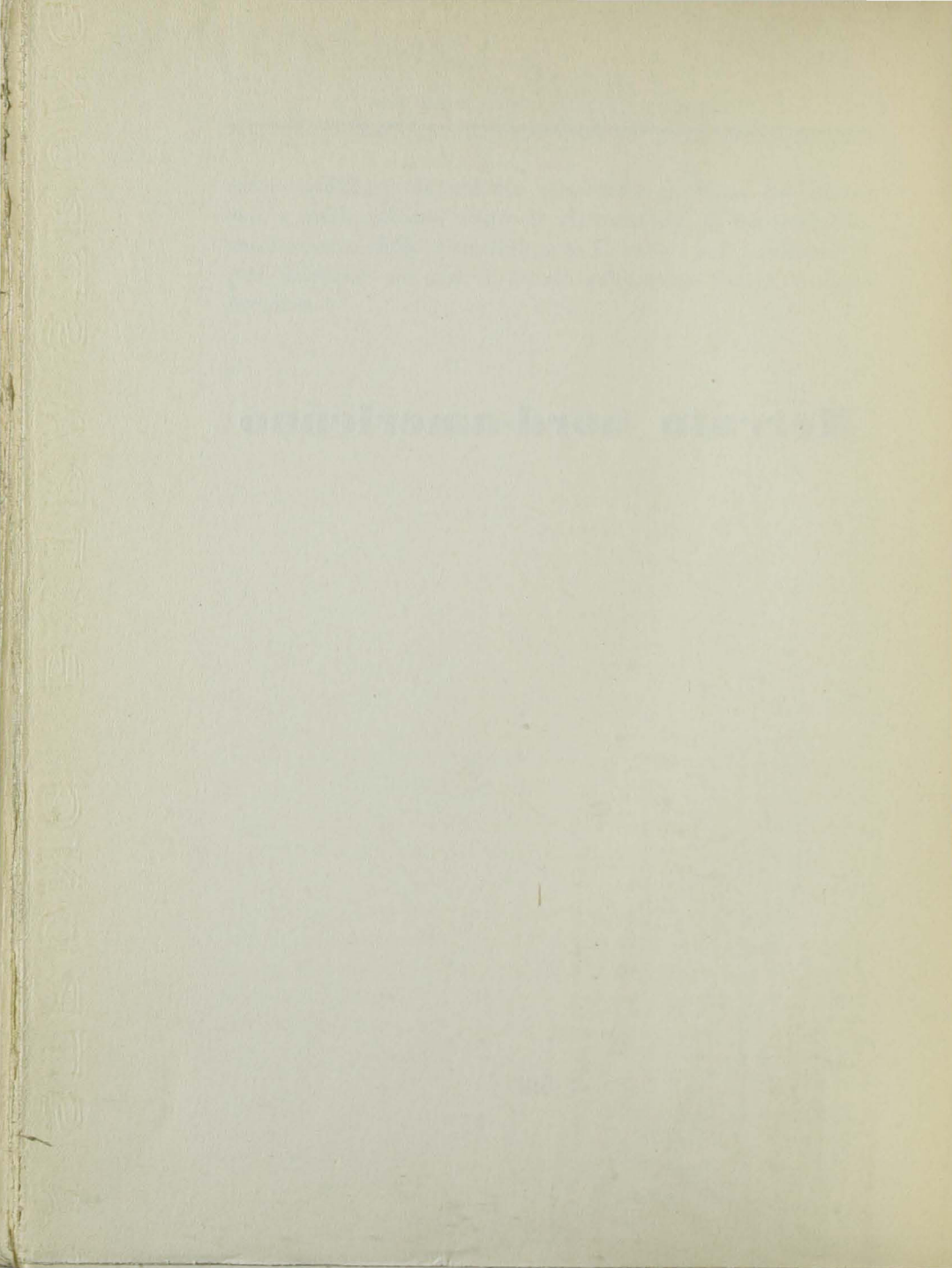
Essi sono conseguenza di questa situazione di fatto: la politica monetaria canadese, manifestatasi recentemente anche con il distacco del dollaro dalla base aurea, è stata in passato specialmente influenzata dalla politica monetaria degli Stati Uniti. Alla Banca d'Inghilterra, d'altro lato, converrebbe che anche il *Dominion of Canada* facesse parte della « *sterling area* » o, per lo meno, seguisse una linea d'azione aderente alle direttive impartite dalla *Old Lady*. Ma dieci banche sono assai di più difficile manovra, da Londra, di un solo istituto. Ed ecco che i dubbi possono, su queste premesse, essere assai brevemente espressi: in qual senso la politica monetaria futura del Canada sarà modificata in futuro, per effetto della creazione della banca centrale? E si manterrà la divergenza attuale fra politica monetaria canadese e politica della Banca d'Inghilterra, che tende essa pure « a limitare le fluttuazioni nel livello della produzione, dell'attività commerciale, della occupazione e dei prezzi »?

La creazione della Banca del Canada — e l'abbiamo visto negli altri paragrafi — è una necessaria conseguenza dell'evoluzione dei sistemi bancari e viene effettuata in base ad uno schema che è in grado di condurre alla costituzione di un organismo tecnicamente efficiente. Ma in qual modo possa



venir modificata la politica monetaria canadese dal nuovo ente e quali possano essere le ripercussioni di un probabile ampliamento della « *sterling area* », sono i soli problemi di vero interesse per noi. E su ciò soltanto in futuro si potrà decidere.

**Mercato nord-americano**





## La politica americana degli acquisti d'oro

**I**nnumerevoli discussioni precedono, accompagnano e seguono, nei suoi più fragili meandri, la politica monetaria rooseveltiana. Mi propongo di affrontare, in queste brevi note, un soggetto che pare lasciato, per ora, in disparte dalla stampa internazionale: le ripercussioni, sul mercato internazionale dell'oro, della politica governativa americana. Questa parte del quadro (come il resto), è ben lungi dall'essere compiuta. Ma anche così imperfetta merita di esser osservata con una lente d'ingrandimento, poichè, con le sue linee ondegianti, rivela la mano che l'ha tracciata e permette, forse, qualche fondata supposizione in merito all'ulteriore svolgimento del disegno.

Il discorso di Roosevelt del 22 ottobre 1933 prende il mondo di sorpresa. Ci si attendeva promesse stabilizzatrici. Fu invece una rinnovata dichiarazione di guerra alla valuta sana, con una complicazione di più: la fissazione giornaliera, da parte della *Reconstruction Finance Corporation* (*Refico*) del prezzo al quale l'ente di stato sarebbe stato disposto ad acquistare oro. Nessuno faceva misteri dello scopo del provvedimento. Il prezzo del metallo, in dollari carta, sarebbe stato fissato gradatamente sempre più alto fino a raggiungere magari i dollari

41.34 per oncia di fino (il doppio del prezzo dell'oncia, in base all'antica parità) portando cioè la svalutazione del dollaro al 50 per cento. E toccato questo limite, Roosevelt, esaurite tutte le facoltà concessegli, avrebbe potuto presentarsi senza rimpianti al Congresso, per il « *redde rationem* ».

Il primo prezzo ufficiale fu fissato il 25 ottobre a dollari 31.36 per oncia di fino; il 1° novembre eravamo a doll. 32.26; il 4 a doll. 32.67; il 10 a doll. 33.20 ed il 13 infine, mentre appongo la firma a queste note a doll. 33.45 sempre per oncia di fino. La progressione non è molto rapida, ma sicura. E parrebbe che, almeno in questo campo, Roosevelt proceda senza esitazioni.

Ma ci si rassicuri. I fatti, purtroppo, danno ragione a chi designa il presidente americano con lo storico appellativo di « re tentenna ». Pur risalendo a soli venti giorni, la politica rooseveltiana sull'oro ha attraversato due fasi, nettamente distinte, mentre una terza è in corso di svolgimento. E quest'ultima, sempre dal punto di vista americano, rappresenterà probabilmente un passo indietro nei confronti della seconda.

La prima fase s'inizia il 25 ottobre e si chiude con il 30 dello stesso mese: in questo periodo gli acquisti di oro furono limitati al mercato interno. Perchè si sia percorso questo sentiero tortuoso, spetterà agli esaltatori della politica americana di spiegare. E non è facile. Gli Stati Uniti sono produttori assai limitati di oro. Nel 1932 essi, su di una produzione mondiale di 101 milioni di sterline, non hanno estratto metallo che per 9.4 milioni di sterline: neppur un decimo. E su questi 50 milioni di dollari di oro estratto, non meno di 30 milioni sono utilizzati dall'industria.



Non doveva esser difficile prevedere che, acquistando soltanto oro prodotto all'interno a prezzi superiori al mercato mondiale, non si sarebbe affatto influito sul corso del dollaro. Ma si sarebbero avuti due prezzi: uno per l'oro estratto agli Stati Uniti, in dollari, e dipendente in massima parte dai voleri del signor Roosevelt; ed uno del dollaro, sul mercato mondiale, in dipendenza della domanda e dell'offerta di dollari contro altre valute. Finchè rimaneva oscuro se le importazioni erano permesse, e soprattutto se all'oro importato sarebbe stato corrisposto il prezzo fissato per l'oro « interno », non vi erano motivi di ritenere che la seconda serie di prezzi, per effetto delle speculazioni, si sarebbe adeguata alla prima. In pratica: il prezzo di acquisto del metallo fu fissato il 25 ottobre 1933 a 31.36 dollari per oncia, il 26 dello stesso mese a 31.54 e fu portato a 31.76 il giorno seguente. (Fermiamo qui l'elencazione per non dilungarci troppo). Tenendo conto del contenuto aureo del franco, a questi prezzi corrispondono le seguenti parità teoriche rispettive, per il dollaro contro il franco: frs. 16.82 il 25 ottobre; frs. 16.73 e frs. 16.61 nei giorni seguenti. Ora il corso effettivo del dollaro nei tre giorni considerati a Parigi, fu rispettivamente di frs. 16.85; frs. 17.07; frs. 17.32. Variazione in senso inverso a quella desiderata.

Unico risultato quindi dell'operato della *Refico*, durante i primi giorni: uno stimolo alla produzione aurifera interna.

Con il 30 ottobre si inizia una nuova fase, poichè il governo americano annunzia che avrebbe provveduto ad acquisti di oro, contro dollari, anche sui mercati esteri. E fa chiaramente comprendere che, non essendo suo scopo di procurarsi nuove disponibilità di metallo, ma forzare un ribasso



nel corso del dollaro, egli non intende limitare i suoi acquisti ai vicini mercati del Canada, ma punta, contando sul fattore psicologico, direttamente su Londra e Parigi.

Questa volta, come si immagina, il mezzo non poteva mancare allo scopo. Se infatti il prezzo dell'oro, in dollari, quale fissato dal governo americano era in un determinato momento superiore a quello vigente sul mercato internazionale (tenendo conto dei rapporti di cambio fra dollaro, sterlina e franco) l'oro disponibile a Londra, supponiamo, sarebbe andato agli Stati Uniti. E se questa offerta di dollari contro sterline (giungono a Londra settimanalmente soltanto 2.5 milioni di sterline in oro, dal Sud Africa e dall'India) non fosse stata sufficiente a far deprezzare il dollaro nella misura desiderata dalla *Refco*, non sarebbe stata la Banca d'Inghilterra (che non è a « *gold standard* ») a far le spese delle iniziative americane: ma la Banca di Francia. La quale avrebbe dovuto fornire alla speculazione verghe d'oro, da esportarsi a Londra e da cedersi al prezzo in sterline, fissato dagli acquirenti americani. Questa addizionale offerta di dollari, contro sterline, avrebbe per certo portato al deprezzamento desiderato.

Il deprezzamento del dollaro, nella seconda fase, è immediato e marcato. Non soltanto. Ma dato che, per gli interventi americani, il prezzo dell'oncia d'oro, a Londra, (fissato giornalmente alle 11 antimeridiane) in sterline, fece premio su quello obbligatorio di vendita della Banca di Francia (tenendo presente il cambio della sterlina e del franco), per un ammontare superiore al costo di trasporto di oro da Parigi a Londra (si calcola a 8 denari per oncia) si notò ben presto sul mercato londinese, un afflusso di verghe d'oro alquanto più

piccole di quelle a cui Londra si è avvezzi: verghe di evidente provenienza francese.

Ciò non poteva non preoccupare i dirigenti della Banca di Francia e d'Inghilterra: in ispecie quelli della prima. Ogni aumento nel prezzo ufficiale dell'oro, in dollari, non seguito da un pronto adattamento dei cambi, minacciava di trasformarsi in un vero e proprio *colpo d'ariete*, contro il blocco aureo, e di essere tanto più forte quanto più sostenuti fossero i cambi delle valute disancorate ed estesi gli acquisti di oro del governo americano. Si corre quindi ai ripari. Innanzi tutto la Banca di Francia, seguendo l'esempio fornito dalla Banca d'Inghilterra, nel secondo semestre 1930, decide di non consegnare oro fino, « *in toto* », agli operatori, ma cedere, almeno per la metà dell'importo richiesto, oro avente un titolo variante fra i 900 ed i 995/1000. Per vendere a Londra metallo gli operatori dovevano così sopportare maggiori spese per raffinazione e per perdite d'interessi. Il premio minimo quindi, per render « economiche » le esportazioni di oro da Parigi a Londra, sale da 8 a 10 denari e mezzo, almeno.

Poi s'iniziano conversazioni fra le Banche di Francia e d'Inghilterra ed il governo degli Stati Uniti, per ottenere che dalla politica monetaria americana, il mercato internazionale dell'oro e dei cambi non venga disorganizzato.

E queste conversazioni ci portano gradatamente alla terza fase della politica rooseveltiana sull'oro.

Questa terza fase sta alla seconda, come il dritto di una medaglia sta al rovescio. Dieci giorni fa o poco più

si cercavano i mezzi per ingigantire di fronte agli occhi della speculazione gli acquisti di oro, reali o potenziali, del governo americano. Ora si getta acqua sul fuoco e le fonti più o meno ufficiali fanno sapere che gli acquisti di metallo, effettuati all'estero per il tramite della « *Guaranty Trust* » furono assai limitati. Non soltanto: ma il 10 novembre — data che vorremmo prendere come inizio di questo nuovo periodo — Jones, il presidente della *Refico* dichiara che l'oro importato a New York, sarà certamente acquistato ma ad un prezzo fissato volta per volta, il quale — precisazione preziosa — potrà non essere affatto in relazione, nè con il prezzo pagato per l'oro estratto all'interno, nè con quello che il governo americano corrisponde sui mercati esteri. E la speculazione — anche se il costo del trasporto di metallo fra Londra e New York è assai limitato (si parla di poco più di 6 denari per oncia, assicurazione esclusa), naturalmente si ritira. Con questo effetto però: che il prezzo dell'oro a Londra si abbassa, mentre a New York sale; e che i cambi corrispondono meno prontamente alle oscillazioni del prezzo ufficiale, essendo influenzati da altri fattori quali l'esportazione di capitali dagli Stati Uniti, ecc.

La politica sull'oro, ha posto Roosevelt in un vicolo cieco. Se acquista effettivamente oro, sul mercato mondiale, rischia di provocar misure restrittive al commercio dei cambi anche in Francia; dà origine ad un movimento deflatorio in tutto il gruppo aureo; aggrava, in una parola, il disordine internazionale.

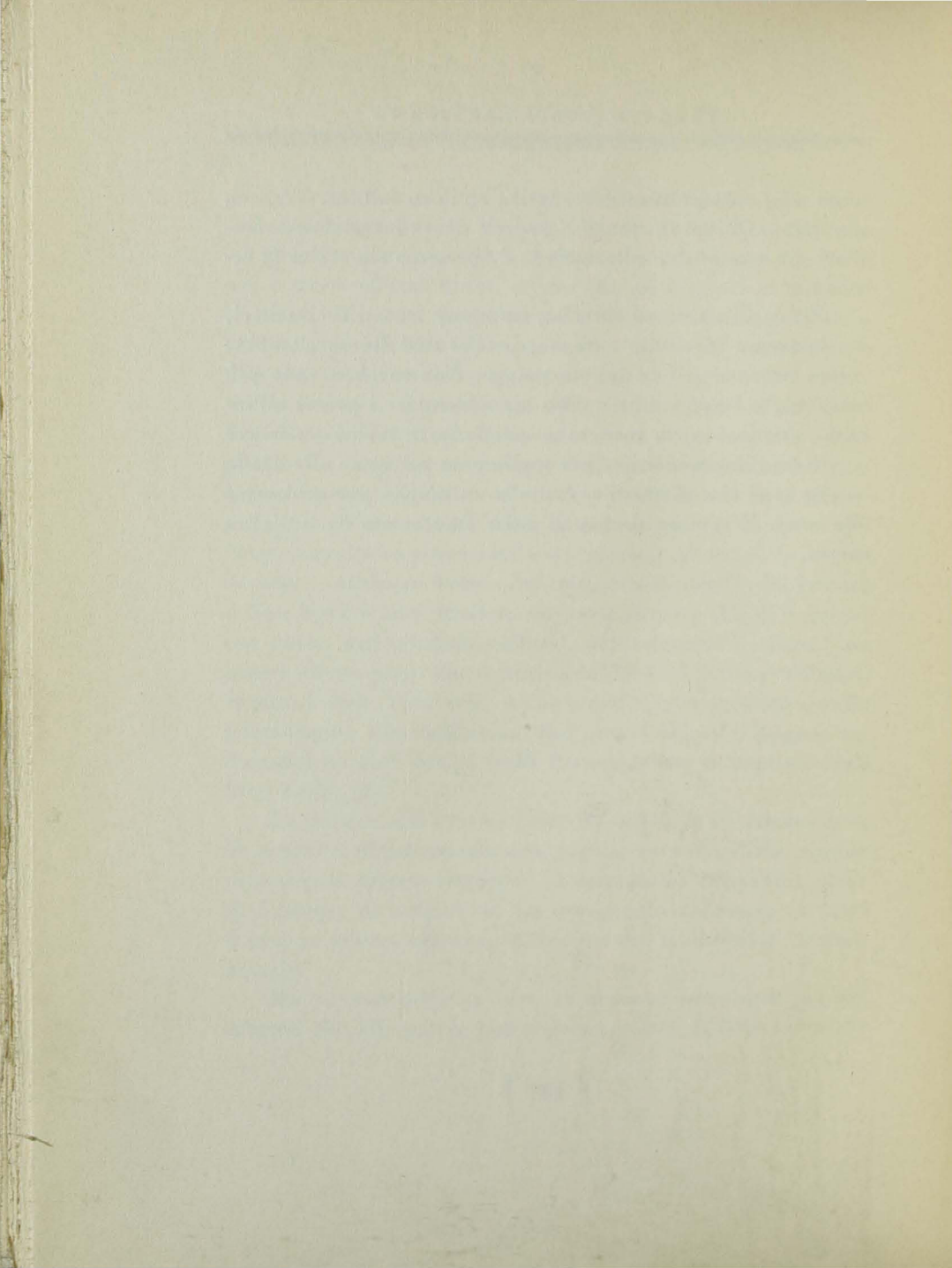
Ma se non acquista oro, il mercato non tarda ad accorgersi che alle parole non seguono i fatti. Il dollaro va per



conto suo, e la politica governativa sull'oro fallisce. *Tertium non datur*. Quindi in futuro Roosevelt dovrà forzatamente scegliere fra queste due alternative. E speriamo sia scelta la seconda.

Prima di chiudere tuttavia, saremmo tentati a chiederci, con la nostra ingenuità europea, perchè mai Roosevelt abbia voluto avventurarsi in questo pelago. Non sarebbe stato più semplice, volendo a tutti i costi far aumentare i prezzi all'interno, stampar carta moneta e spenderla in lavori pubblici?

Si ha l'impressione — per togliere un paragone allo Sraffa — che ci si sia affannati a costruir un maglio per schiacciare una noce. E la noce rischia di venir frantumata da tutt'altra morsa.



## Il Gold Reserve Act varato

**A**l momento in cui scriviamo il « *Gold Reserve Bill* » non si è ancora mutato in « *Gold Reserve Act* ». Le discussioni di fronte alla Commissione bancaria e finanziaria del Senato si sono forse protratte più a lungo di quanto il governo non si attendesse.

Quantunque sia giunta notizia che il Senato non ha negato la sua approvazione alla nuova legge (alla Camera dei Rappresentanti il « *bill* » fu accettato senza esitazioni), non è ancora chiaro fino a qual punto il testo che verrà sottoposto alla firma presidenziale differisca dall'originario progetto governativo. Le modificazioni tuttavia, anche se interessano qualche parte importante, non spostano le linee fondamentali della disposizione legislativa; ed è quindi possibile ora trattarne con sicurezza, mettendo in luce quali siano le innovazioni che essa arreca alla politica monetaria americana.

La legge significa innanzi tutto l'abbandono « ufficiale » di quella politica di acquisti di oro a prezzi progressivamente crescenti iniziatasi dopo il 25 ottobre. Scriviamo l'abbandono « ufficiale » poichè dopo le frequenti mutazioni apportate ai prezzi di acquisto dalla « *Refico* », durante i primi venti giorni dello scorso novembre, le variazioni divennero sempre più rare. Ed uno sbalzo all'insù, veramente notevole, si ebbe



soltanto il 16 gennaio scorso, quando (in seguito al nuovo discorso di Roosevelt, che introdusse il « *Gold Reserve Bill* ») il prezzo corrisposto dalla « *Refico* » per un'oncia di oro fino venne portato improvvisamente a dollari 34.45 l'oncia, livello che corrisponde esattamente al 60 per cento della vecchia parità aurea del dollaro.

Nei giorni immediatamente antecedenti a questa data e in quelli susseguenti (fino ad oggi) il governo degli Stati Uniti ha bensì proceduto ad acquistare metallo sul mercato internazionale (Londra) a prezzi spesso sensibilmente inferiori a quello sopra ricordato. Ma questi acquisti differiscono da quelli compiuti in novembre, quanto un'azione offensiva si distingue da un'altra difensiva. Infatti allora si mirava a « svalutare » il dollaro, mentre ora si tende a difendere gli Stati Uniti da un deprezzamento del dollaro, al disopra del limite fissato dall'ultimo discorso Roosevelt.

Questa distinzione sarà meglio compresa quando si tenga presente che con il *Gold Reserve Bill* si fissano innanzi tutto due limiti alle oscillazioni della valuta americana: un limite massimo a 60 centesimi dell'antica parità, ed un limite minimo a 50 centesimi; o per meglio dire: il nuovo dollaro, creato con il « *Gold Reserve Bill* », ha un contenuto pari ai 60 centesimi dell'antica unità monetaria, ma è ammessa la possibilità di una svalutazione fino al limite fissato dall'Emendamento Thomas cioè a 50 centesimi.

Questa disposizione, trasmessa in un primo tempo imperfettamente, ha indotto molti commentatori europei ad affermare l'assoluta volontà « stabilizzatrice » del Presidente Roosevelt. La nuova legge è senza dubbio un passo verso la

stabilizzazione del dollaro, ma la mèta, come normalmente s'intende, è ancora lontana. A mio avviso, si sarebbe forse colpito maggiormente nel segno, considerando questa parte del nuovo provvedimento, come intesa al raggiungimento di determinati scopi di carattere interno: permettere al governo di incamerarsi le riserve auree delle *Federal Reserve Banks*, e dell'intero paese, rivalutandole; favorire il successo dei nuovi prestiti governativi, dando ai risparmiatori un maggior grado di sicurezza; ed infine, « *last but not least* » dar modo al governo di giungere alla creazione di un « fondo di stabilizzazione » del dollaro, con disponibilità assai grandi e senza dover aumentare, per far ciò, il debito pubblico. Le necessarie disponibilità, in pratica, vengono ottenute con la rivalutazione dell'oro.



L'innovazione di maggior importanza, che arreca la nuova legge, è appunto dal punto di vista europeo, la creazione di un « Fondo per la stabilizzazione del dollaro ». E per questo si può asserire che il *Gold Reserve Bill* inaugura una nuova éra, non soltanto nella situazione monetaria americana, ma in quella del mondo intero.

Le basi sulle quali quest'affermazione si fonda sono evidenti. Anche la sterlina non è più ancorata all'oro, dal 21 settembre 1931. Ma la Banca d'Inghilterra operando attraverso il famoso « *Exchange Equalisation Account* » che ha disponibilità per 350 milioni di sterline (il fondo americano avrebbe un « capitale d'esercizio » di 2 miliardi di dollari: all'incirca 400 milioni di sterline) ha procurato ed otte-

nuto di mantenere le oscillazioni della sua valuta entro limiti ristretti. Da circa 6 mesi il cambio della sterlina, nei confronti delle valute auree, non ha subito variazioni molto più ampie di quelle che possono notarsi per una valuta sana. Soltanto negli ultimi tempi sotto la pressione degli avvenimenti americani la moneta inglese ha ceduto terreno, ritornando all'incirca al minimo toccato.

Questa relativa stabilità, dopo il salto all'ingiù susseguente al distacco dall'oro, non può certo notarsi per il dollaro. Si consulti un grafico che indichi il corso della valuta americana, nei confronti di una valuta pregiata, e non ci si sarderà ad accorgere di quanto l'incertezza di chi ha governato la valuta americana, si sia riflessa sull'andamento della valuta. Ed ogni mutazione di « tendenza » nel corso del dollaro non ha soltanto contribuito a disorganizzare il mercato dei cambi, ma determinando improvvisi e contrastanti spostamenti di capitale monetario ha agito sull'attrezzamento produttivo dei vari aggregati sociali, aggravando una situazione che soltanto eufemisticamente poteva dirsi « delicata ». Non è necessario aggiungere come, delle oscillazioni del dollaro, fossero appunto i paesi a « *gold standard* » i più esposti a soffrire. Il drenaggio di oro, subito durante l'autunno dalla Banca di Francia, insegna.

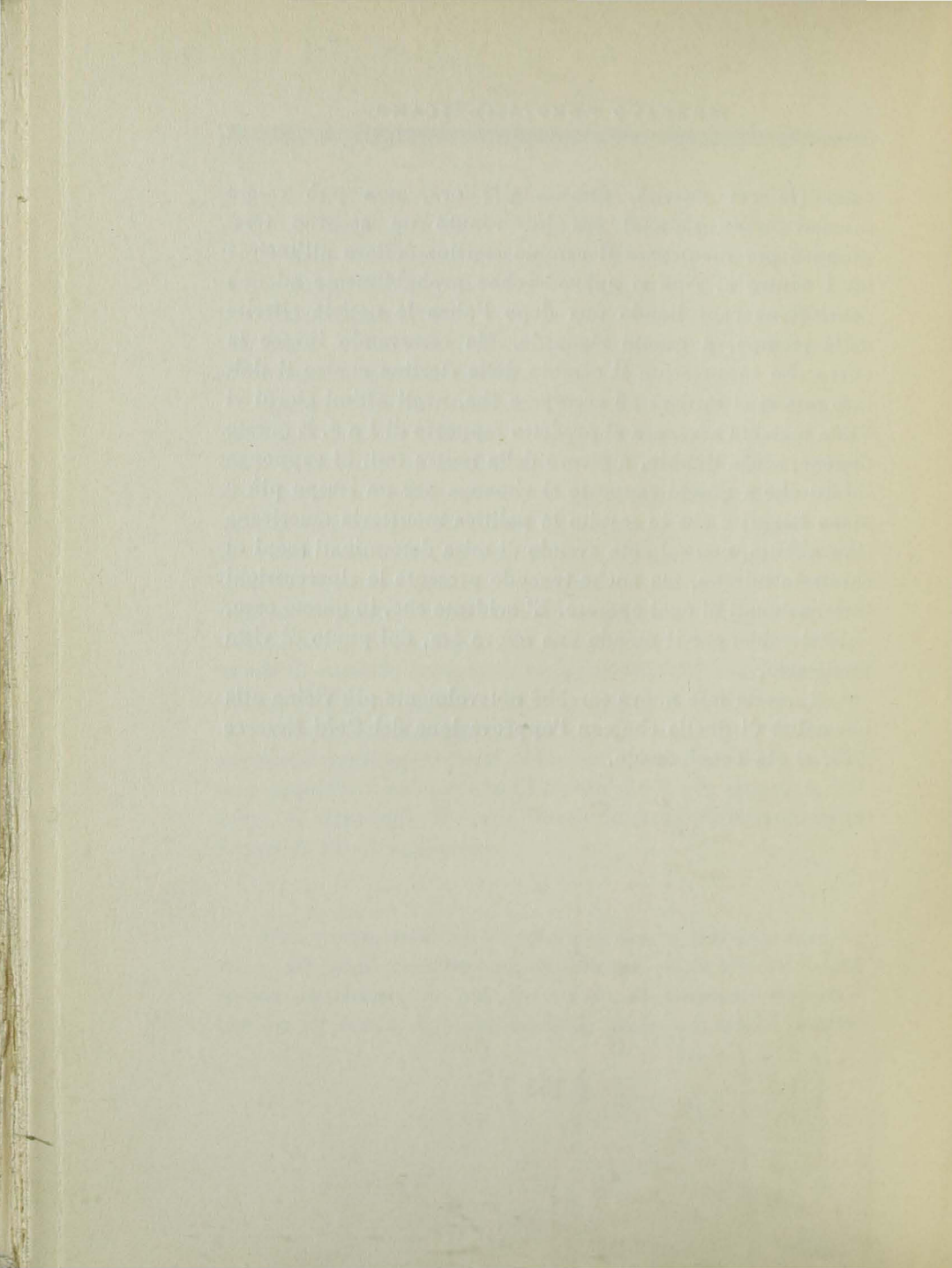


Una prova delle nostre affermazioni, a ben guardare, si trova già negli avvenimenti dell'ultima settimana. E' stato spesso annunziato, e poi altrettanto di frequente smentito che fra il fondo di stabilizzazione inglese e quello ameri-



cano (la cui attività, almeno per ora, non può essere se non molto ridotta) era intervenuto un accordo temporaneo per mantenere il cambio sterlina-dollaro all'incirca ad 1 contro 5. Non si approderebbe probabilmente ad una conclusione consultando una dopo l'altra le notizie riferite dalla stampa, a questo riguardo. Ma osservando invece la curva che rappresenta il cambio della sterlina contro il dollaro non ci si tarderà ad accorgere che, negli ultimi giorni vi è una marcata aderenza al predetto rapporto di 1 a 5. E questo depone, senza dubbio, a favore della nostra tesi. Si supponga infatti che a questo rapporto si rimanga per un tempo più o meno lungo; e che in seguito la politica monetaria americana sia condotta, non soltanto avendo di mira determinati scopi di carattere interno, ma anche tenendo presente le ripercussioni internazionali di ogni operato. E' evidente che, in questo caso, si inizierebbe per il mondo una nuova éra, dal punto di vista monetario.

E questa fase nuova sarebbe notevolmente più vicina alla normalità di quella che con l'approvazione del *Gold Reserve Bill*, si sta concludendo.



## Incertezze

**A**ncora quindici giorni fa, la minaccia degli « argentisti » (così, in breve, vengono designati i partigiani di una rivalutazione dell'argento) alla stabilità monetaria degli Stati Uniti, pareva definitivamente scongiurata, Roosevelt, (quantunque paresse una « *contradictio in terminis* ») una volta tanto, aveva saputo fare il viso scuro ad ogni altra innovazione di carattere monetario. Morgenthau, dal canto suo, aveva disposto affinché venissero rese di pubblica ragione le posizioni speculative al rialzo, sull'argento. Ed aveva così reso possibili considerazioni tutt'altro che prive d'interesse sull'estensione delle scorte di metallo bianco in possesso dei grandi gruppi finanziari di New York. Il gruppo dei parlamentari partigiani di una rivalutazione dell'argento si sfaldava da ogni lato: perdendo in un solo giorno, otto dei suoi membri.

Ma in pochi giorni, eccoci di fronte ad un radicale mutamento di fronte. Il segretario del Tesoro, Morgenthau, in persona, scopre improvvisamente che il famoso *fondo di stabilizzazione dei cambi* poteva anche servire alla « difesa » dell'argento ed ammette pubblicamente di aver venduto nella seconda settimana di maggio 7 milioni di dollari di oro, per acquistare 20 milioni d'once d'argento; Roosevelt riceve, con



un sorriso, sulla soglia della Casa Bianca, quei parlamentari che, ancora poco tempo prima, voleva far credere di aver fatto uscire per la finestra; ed il governo degli Stati Uniti comunica di « aver allo studio un progetto » il cui fine ultimo è la « trasformazione del 25 per cento della riserva aurea americana », in metallo bianco. Potevano desiderare di più, i signori « argentisti »?



Non procureremo di svelare i profondi retroscena che hanno determinato così importanti mutazioni alla superficie. L'amministrazione di Roosevelt ha abituato il mondo ai colpi di scena: e non sarà probabilmente quest'ultimo, ad essere ricordato prima degli altri, quando si farà la storia economica americana, dal 1933 in poi. Non è perduta, per fortuna, ogni speranza, che non si pervenga affatto alle estreme conseguenze che il progetto rivalutatore esamina. Tuttavia — e non fosse altro che per mettere le mani avanti — è bene porre bene in luce che le probabili conseguenze di una rimonetizzazione (sotto una forma o sotto l'altra) del metallo bianco, potrà forse essere « utile » ad un gruppo di cittadini americani, ma non lo saranno per certo altrettanto per l'economia degli Stati Uniti, nel suo complesso; sarà forse « proficua » per qualche limitata regione, al di fuori del continente americano, ma non potranno esserlo altrettanto per l'economia mondiale. *Rimonetizzando l'argento si batte una via sbagliata.*



Ragioneremo utilizzando al massimo luoghi comuni. Il diminuito potere d'acquisto dell'argento, è indiscutibile, pesa

enormemente sulla economia mondiale. La crisi dell'argento, ha scritto il Lenti con arguzia, è una crisi nella crisi. Ha sensibilmente diminuito il potere d'acquisto di vastissime regioni (India, Cina) nelle quali questo metallo è ancora correntemente usato, ed ha con ciò contribuito ad aggravare, per i paesi produttori di materie prime e di prodotti finiti, le difficoltà di trovare sbocchi. Per gli Stati Uniti e per molti paesi dell'Europa, un aumento nei prezzi mondiali dell'argento verrebbe accolto, nel momento attuale, come manna dal cielo. Ma non ci si possono fare soverchie illusioni. Da un anno si studiano e si applicano provvedimenti per rivalorizzare il metallo bianco, ma i risultati sono scarsi; sotto parecchi aspetti disilludono; e soprattutto, in molti casi lasciano dietro a sé, queste misure, una lunga scia di incertezze per l'avvenire. Ad esempio: l'accordo sottoscritto all'epoca della Conferenza di Londra — in base al quale per quattro anni a partire dal 1° gennaio 1934 il governo indiano si impegna a limitare le sue vendite a 140 milioni di oncie; la Spagna s'impone un limite di 20 milioni di oncie; il governo cinese si obbliga a non vendere argento proveniente dalla demonetizzazione; e d'altro lato i paesi produttori s'impegnano ad assorbire 35 milioni di oncie all'anno d'argento (24 milioni gli Stati Uniti, 7 il Messico, 6 il Canada, 650 mila oncie l'Australia) — riesce certamente a produrre *transitoriamente* un rialzo nei prezzi del metallo, ma quale certezza si può avere che questa sostenezza si mantenga, anche dopo lo spirare dell'accordo che ha condotto ad una artificiosa restrizione dell'offerta ed a un altrettanto artificioso aumento nella domanda di questa materia prima? Sarebbe assai più agevole in verità, avere la cer-

tezza contraria, e predire un prossimo ribasso dell'argento, se si escludessero provvedimenti « politici » (come ad esempio quello del 21 dicembre 1933 che decide sull'acquisto di tutto l'argento estratto agli Stati Uniti, per parte del Governo americano). Ma questi tuttavia, non possono che avere un effetto transitorio, spesso lasciando dietro a sè una situazione peggiore dell'iniziale. La verità è che, tecnicamente parlando, la situazione dell'argento si va facendo sempre più oscura, di giorno in giorno. Ed è questo un primo luogo comune.



Un secondo luogo comune è che sposando il problema dell'argento a quello monetario si fondono assieme due matasse arruffate. A tutto scapito, come ben si comprende, di chi, onestamente, si sforza di districarle. Uno « *standard* » metallico, unicamente basato sull'oro, è stata una eredità trasmessa dal secolo XIX al secolo XX. L'eredità si rivelò in seguito meno preziosa di quanto nei primi anni di questo secolo non si credesse? D'accordo. Ma si lavori a migliorarlo, il « *gold standard* », a semplificarlo nel suo funzionamento, a rendere meno gravi i compiti delle banche centrali, che si appesantiscono di giorno in giorno. Adottando uno « *standard* » bi-metallico si complica il meccanismo, si introducono parecchie nuove incognite, si aumentano le incertezze e si moltiplicano le ripercussioni spesso imprevedibili di un qualsiasi operato.

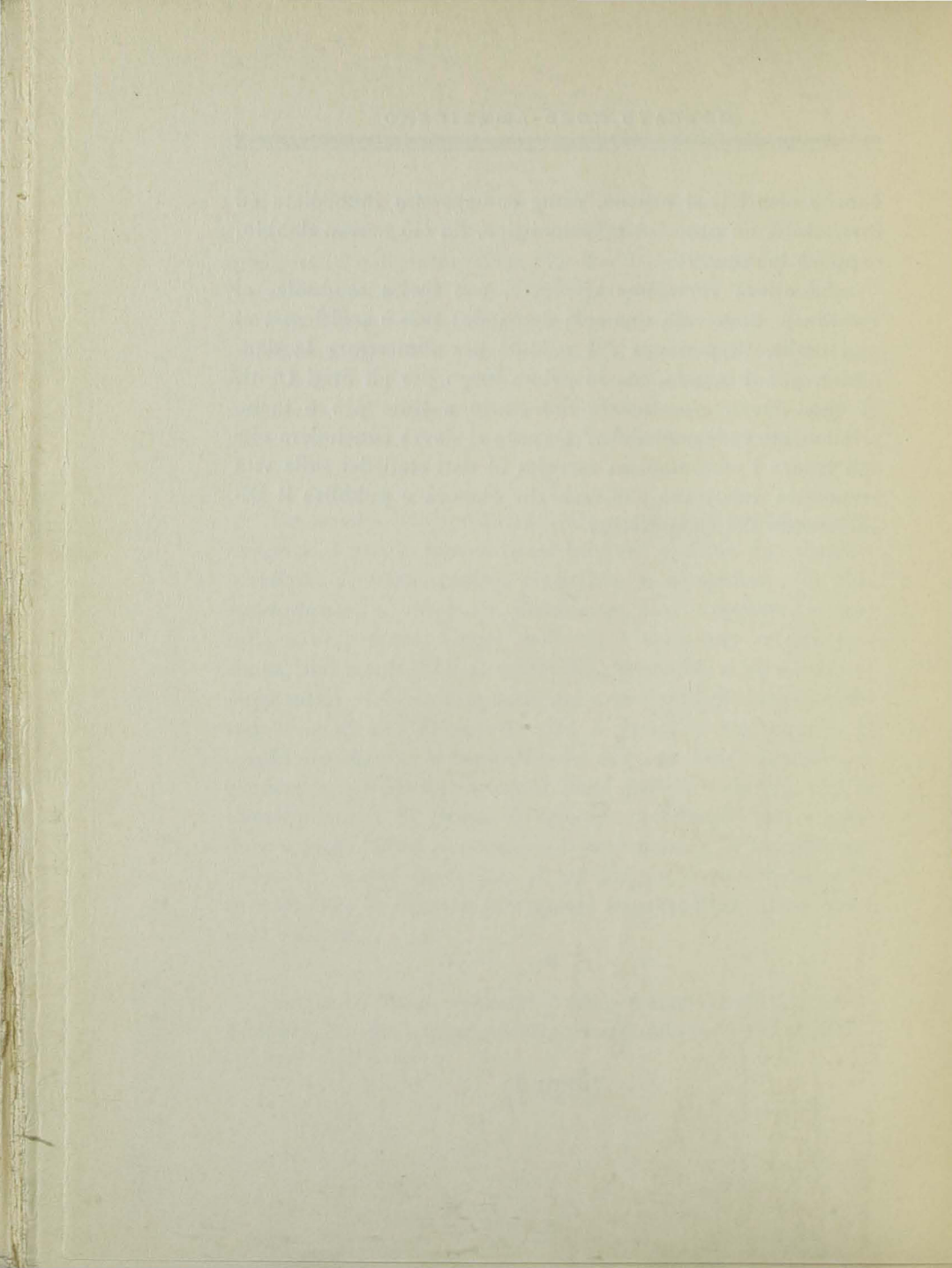


Un terzo luogo comune è che, monetizzando l'argento (oppure, ciò che è quasi eguale, accogliendo nelle riserve delle



banche centrali) si ottiene, come conseguenza immediata ed inevitabile, un processo inflazionistico. Su ciò nessun dubbio, neppure in America.

Ed allora vorremmo rivolgere, con molta modestia, al Presidente Roosevelt, una sola domanda: non è sufficiente, ai suoi occhi, l'esperienza del 1933-34 per dimostrare la dannosità, per il mondo, ma in primo luogo per gli Stati Uniti, di ogni nuovo esperimento monetario a tinte più o meno velatamente inflazionistiche? Oppure si dovrà concludere che egli ignora l'accuratissima raccolta di dati statistici sulla vita economica americana che raccoglie elabora e pubblica il Dipartimento del Commercio?



**Banca dei Regolamenti  
Internazionali**



Handbook of  
Handwriting

## Perchè non si utilizza meglio la Banca dei Regolamenti Internazionali di Basilea?

**D**egna di menzione per prima fra gli « strumenti » resi inoperosi dalla crisi è la Banca dei Regolamenti Internazionali.

Ebbe essa i natali, in quel biennio 1929-30 (più lontano ormai nei ricordi che nel tempo) che aveva saputo alleggerire il mondo, con il Piano Young, dal peso di esazioni ineseguibili. Le azioni dell'istituto, sui mercati dove furono concesse al pubblico, andarono a ruba: a Parigi, ad esempio, le sottoscrizioni raggiunsero in complesso 150 volte l'ammontare del capitale richiesto, causando spostamenti di fondi tali da interessare la stessa sismografica sterlina. I tecnici più in vista facevano a gara nel profetizzare al nuovo ente un avvenire spettacoloso. E si parlò di mutare gli sporadici esempi di cooperazione fra gli istituti centrali, in una fattiva politica d'insieme; di eliminare (o diradare) gli spostamenti di oro, fra mercato e mercato, facilitando il funzionamento della base aurea; di provocare spostamenti di capitali verso mercati più bisognosi, a tutto vantaggio di attrezzamenti costruendi o ricostruendi; di trasformare capitali a breve in media e lunga scadenza. Nè mancavano i più arditi i quali, riverniciando a

nuovo piani vecchi di un mezzo secolo (si veda il classico capitolo sulla moneta internazionale, ne « *La moneta ed il meccanismo dello scambio* », del JEVONS) parlavano, in sordina, di moneta pan-europea o pan-mondiale. Gli scettici, come al solito, non mancavano. Ma, nel quadro, avevano la funzione degli sfondi oscuri nei dipinti di scuola fiamminga. E l'insieme, come si comprende, se ne avvantaggiava.



La realtà superò in breve ogni più nero scetticismo. La Banca dei Regolamenti Internazionali inizia le sue operazioni nel secondo semestre 1930. Le sue disponibilità aumentano gradatamente fino al maggio 1931, data in cui, toccando il vertice, superano di poco i due miliardi di franchi svizzeri. Poi cadono improvvisamente per ridursi a fine 1932 a poco più di un miliardo di franchi, e al settembre 1933 a poco più di 600 milioni di franchi.

Periodo di ascesa troppo breve e caduta troppo rapida, per così ampi progetti, per così rosee prospettive. Le banche centrali che avevano iniziato e data ampiezza notevole a rapporti di conto corrente con l'istituto di Basilea, depositando somme ingenti, a vista ed a breve scadenza, per conto loro proprio o dei loro governi, pare siano ora disposte a considerare i loro investimenti più come mezzo per ottenere singole facilitazioni di crediti che come strumento per il raggiungimento di scopi d'interesse collettivo. I trasferimenti per le riparazioni sono sospesi. Rimangono immobili per un totale che tocca i 300 milioni di franchi svizzeri, il « conto fiduciario della annualità », il « deposito del governo tedesco »,



il « fondo di garanzia del governo francese ». Ma sorti essi con il Piano Young ci si domanda fino a quando potranno sussistere dopo la sospensione ed il virtuale abbandono del Piano stesso. E se si suppone che, per una ragione o per l'altra, scompaiano queste disponibilità, la Banca dei Regolamenti Internazionali non avrà un totale di bilancio che superi quello di una « *banque d'affaires* » di mediocre importanza. Crepuscolo.

Ma dopo, quale grigia giornata! Tentativi di realizzazione di qualcuno dei lirici progetti del 1929-30 ve ne furono, ma sporadici e senza seguito apprezzabile. Qualche centinaio di milioni di franchi svizzeri, investiti in Germania od in altri paesi dell'Europa centrale (generando crediti regolarmente congelati) non possono per certo costituire un esempio memorando di spostamento di capitali, nè di « trasformazione » di impieghi. Qualche consiglio od aiuto a questa o quella banca centrale non è un attivo apprezzabile, per un istituto sorto per essere la *banca delle banche centrali*, tanto più che i risultati di questi consigli od aiuti sono negativi. Non si fece, nel campo monetario — sul quale la B.R.I. avrebbe dovuto svolgere al massimo la sua attività — che regredire, dal 1930 in poi e, partiti con un grandioso programma di estensione della base aurea a tutto il mondo civile, ci si trova a fine 1933 in regime di valuta cartacea manovrata in tutti gli Stati, eccezion fatta per quelli appartenenti al gruppo aureo. Ed ultimamente la B.R.I. vedendo decurtate le proprie disponibilità ogni giorno più, provvede ai pochi spostamenti di fondi che le si richiedono, offre i locali suoi alle riunioni mensili dei governatori delle banche centrali e pubblica infine — ufficio

studi economici modello — una raccolta accuratamente aggiornata delle disposizioni legislative in vigore nei vari paesi, per il controllo sul commercio dei cambi.

Potrebbe quest'ultima, essere un'attività lodevole ed apprezzata per qualsiasi altro ente che non avesse altre prospettive. Nel caso della B.R.I. richiama l'immagine di un leone che si trastulli con una pallottola di carta. Scritti economici, dotti ed ultra-documentati, per rifornire gli scaffali dei bibliomani di professione e soddisfare la bramosia di quelli fra i nostri pronipoti che nasceranno con il bernoccolo di indagini sull'evoluzione della congiuntura, sono forniti in abbondanza dai laboratori di economia presso le università, dalle grandi banche, dagli « uffici studi » della Società delle Nazioni. Alla Banca dei Regolamenti Internazionali, sorta con fini pratici ed attrezzata per servire come utile ruota nel complesso meccanismo degli scambi internazionali non si richiede di far progredire la scienza economica più di quanto ciò non venga richiesto alla Banca d'Inghilterra. Il mondo ha diritto ai suoi sforzi per realizzare, non fosse che per un ennesimo, i numerosi progetti intesi a ravvicinare le economie nazionali ed a spianare la via, per un miglioramento nel sistema monetario internazionale.



*E' in questo senso che l'attività della B.R.I. deve dirigersi; è su questa strada che debbono avviarla gli istituti promotori, poichè nessuno degli scopi per i quali essa venne costituita tre anni fa (se si eccettuano le funzioni extra-ban-*

carie attinenti alle riparazioni) è ora scomparso; ma anzi la necessità di raggiungere queste méte, si è, in generale, fatta più pressante.

Noi non esiteremmo quindi a consigliare alle banche centrali, che attualmente hanno maggior copia di disponibilità, di mettere la B.R.I. in grado di perseguire questi fini; nè ad invitare i governi, che appoggiarono in altri tempi la sua fondazione, *a concedere « ora » i loro aiuti*, all'istituto di Basilea. Poichè soltanto un suo utilizzo, per i fini che furono i suoi, fin dall'inizio, può evitare la definitiva scomparsa, a breve scadenza, della Banca dei Regolamenti Internazionali.

E la scomparsa della B.R.I. non significherebbe soltanto l'eliminazione di progetti dubbi, di possibilità più o meno chimeriche, nè tanto meno di un organismo transitorio e superfluo. Ma sarebbe sintomo del definitivo tramontare di un atteggiamento spirituale nel campo delle relazioni economiche fra i popoli dal quale soltanto ci si può attendere risultati veramente proficui, per il benessere delle collettività.





## Cooperazione fra banche centrali

**E'** invalsa fra i tecnici l'abitudine di riunire tutti gli scritti riguardanti un determinato argomento, in un'unica cartella, per facilitarne una celere consultazione. La cartella che riguarda i progetti di cooperazione fra gli istituti centrali, per una politica monetaria d'intesa, è eccezionalmente gonfia. Da più di un trentennio si discute su questo argomento: e non si creda che ciò sia una affermazione retorica, poichè già dal 1892, il professor Giulio Wolff, dell'Università di Breslavia, sottoponeva alla Conferenza monetaria di Bruxelles, un progetto per aiuti reciproci, tra le banche centrali, specialmente in tempi di crisi. Nel 1907, il nostro Luigi Luzzatti se ne occupa, discutendo un suo progetto, per la creazione di una Stanza di compensazione internazionale. Nel 1914 il Congresso internazionale delle camere di commercio, tenutosi a Parigi, dà modo di arricchire la nostra raccolta di un altro progetto. Sopraggiunge la guerra mondiale e l'incarto, per qualche anno, si ricopre di polvere. Ma ecco il dopo-guerra e la nostra cartella deve essere continuamente a portata di mano, poichè non vi fu quasi riunione internazionale — dalla Conferenza della Pace (1919) alla Conferenza di Bruxelles (1920) alla Conferenza di Genova (1922), fino alla Conferenza di Washington (1927), alle riunioni per

il Piano Young (1929) od alla Conferenza economica e monetaria mondiale (1933) in cui non venissero sciolti carmi all'opportunità di una politica d'intesa fra le banche centrali.

Se però, con una curiosità che può anche essere legittima, ci si domanda quale risultato pratico abbiano avuto tutti questi voti, corroborati da profonde considerazioni dottrinarie, rafforzati dall'autorità di firmatari illustri e valenti, non si può reprimere un moto di sconforto. Qualche caso sporadico di aiuto tra questo e quell'istituto centrale; qualche legame temporaneo: null'altro che abbia un valore che non sia soltanto episodico. La creazione della Banca dei Regolamenti Internazionali, facilitando la via alla pratica realizzazione di molti progetti, ha senza dubbio potuto documentare (specialmente durante i primi due anni della sua esistenza) con qualche prova tangibile, la sua utilità. Ma fu parentesi di breve durata. La crisi mondiale scioglie in gran parte — tra il polverio provocato dal frantumarsi del « *gold standard* » — legami che purtroppo non avevano, in genere, se non la tenuità di un filo di seta. La caduta della sterlina e del dollaro tronca di colpo i pochi rimasti. Gli istituti centrali, nervosi, seguono, durante la prima fase di depressione, una politica indipendente e personale, sotto l'aculeo di un « si salvi chi può » sempre più pressante: onde, alla fine del primo semestre del 1933, non si poteva affermare che, nel campo della cooperazione fra banche centrali, si avesse una situazione molto diversa da quella che il prof. Giulio Wolff considerava.

Ai primi di luglio dell'anno scorso, con la costituzione del blocco aureo, la situazione ebbe a mutarsi radicalmente. Si ricorderà che, allora, i Governatori di sei banche cen-



trali (Francia, Italia, Belgio, Olanda, Svizzera, Polonia) dichiararono che gli istituti da loro diretti erano disposti a prestarsi reciproci aiuti, in caso di bisogno, nell'interesse supremo del mantenimento della valuta sana, di fronte al dilagare di monete avariate. Era questo finalmente un primo passo, veramente notevole, su di un terreno troppe volte descritto e mai calpestato. Una politica di « effettiva cooperazione » tra le banche centrali veniva finalmente inaugurata: e dal fatto che essa era il risultato, non delle discussioni e dei voti di questa o quella seduta plenaria di conferenza internazionale, ma di decisioni, liberamente prese, dai veri responsabili della politica monetaria e creditizia di determinati paesi, molti trassero favorevoli auspici, per la sua reale efficacia.

Nè si ingannarono: è possibile ora giudicare in base ad una esperienza quasi annuale, del funzionamento del « blocco aureo »: e si può affermare, senza esitazioni, che essa fu felice sotto ogni aspetto. Non ostante gli squilibri creditizii apportati dalla « rooseveltiana » politica monetaria agli Stati Uniti; non ostante improvvisi e marcati ritiri di capitali di cui ebbero a soffrire il mercato di Parigi, di Amsterdam, di Zurigo; non ostante i danni arrecati a questi ed a altri grandi centri finanziari dall'improvviso congelamento di importanti attività, non vi fu mai valuta, appartenente al « gruppo aureo », sulla cui solidità si potessero esprimere dubbi non infondati. Tanto più se si rifletteva che, per gli impegni sottoscritti il 3 luglio 1933, si schieravano in « fronte unico », a presidio delle notevoli riserve auree, possedute da ciascuna banca d'emissione, le disponibilità di oro e di crediti, possedute dalle altre.

Con il trascorrere del tempo, i legami si sono stretti; la tecnica dei reciproci aiuti si è andata precisando: e non è certo per puro caso se, negli ultimi tempi, il mercato di Parigi, — normalmente cliente fedele e desiderato di quello londinese — si è rivolto ad esempio a banchieri di Amsterdam per un prestito, di 100 milioni di fiorini, per far fronte a transitorie difficoltà nel bilancio dello stato: proprio a quell'Olanda che, pochi mesi addietro, aveva potuto approfittare del cordiale appoggio della Banca di Francia.



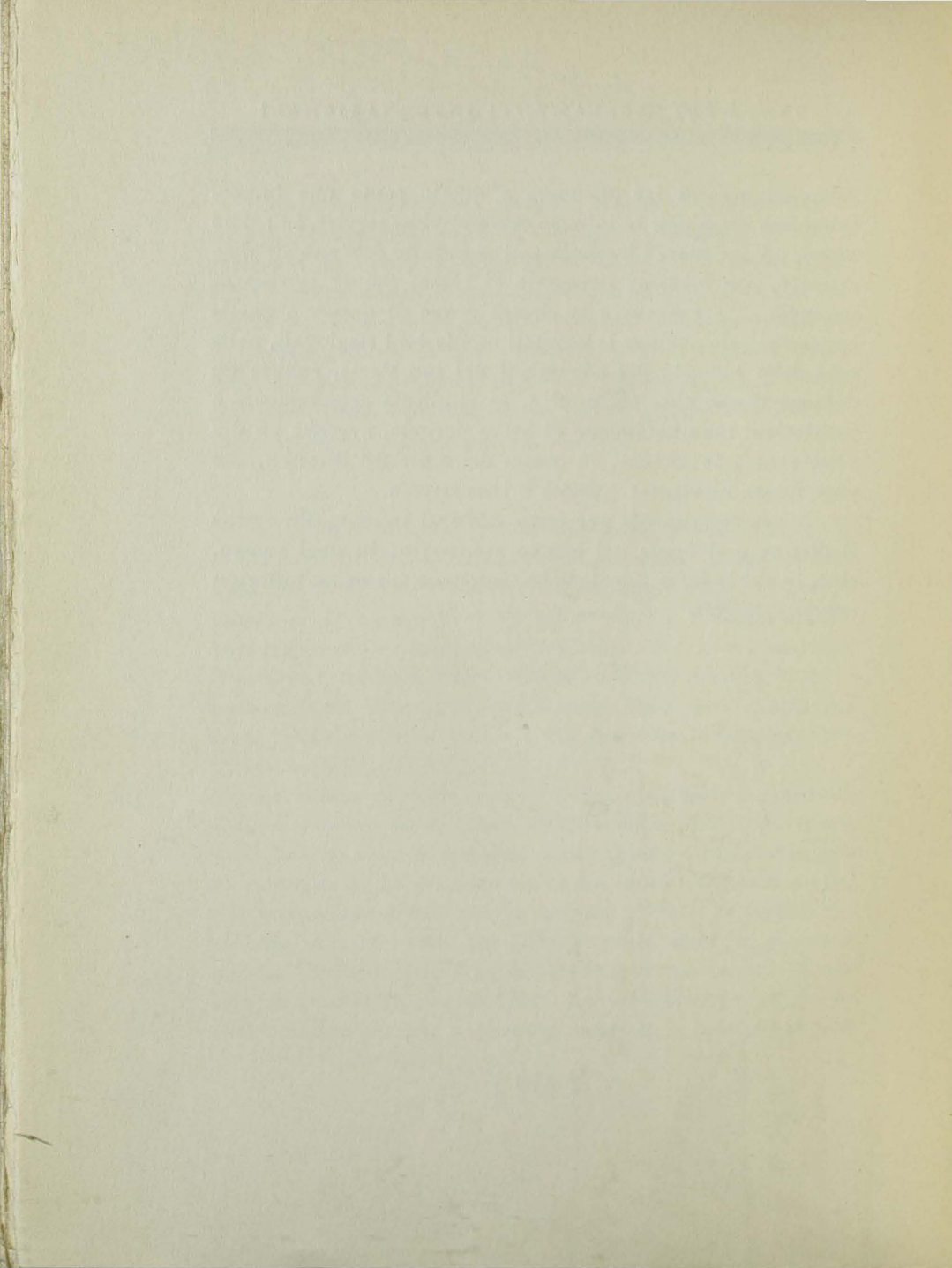
E' tempo tuttavia, poichè si è così ben avviati su di una nuova strada, di affrettare il cammino. E' opportuno, a nostro avviso, che le banche centrali appartenenti al gruppo aureo, si avvalgano di tutti gli strumenti ora disponibili, per rafforzare la compagine creditizia che esse sono state chiamate a tutelare. Uno strumento che per troppo tempo è stato a torto trascurato, quantunque fosse stato creato con scopi molto vicini a quelli a cui potrebbe adempiere nell'ambito del blocco dell'oro, è la B. R. I.

Ed a ben riflettere, non dovrebbe poi essere troppo difficile il trovare un migliore utilizzo della B.R.I. per parte delle banche centrali a valuta sana. Questo istituto raccoglie ad esempio, da qualche tempo, in un conto « *Depositi a vista - in oro* » disponibilità che le vengono affidate, in verghe metalliche. E' una voce che ancora pochi mesi fa superava appena i 5 milioni di franchi svizzeri, ed ora tocca i 28 milioni di franchi (31 marzo 1934). Non dovrebbe poi essere veramente oneroso per le banche centrali a base aurea con

reciproci accordi far assumere a questo conto una importanza ben maggiore. In tal caso esso potrebbe servire, in primo luogo, per facilitare i trasferimenti di metallo dall'uno all'altro mercato, con evidente risparmio di spese; poi — in caso di necessità — a rafforzare la riserva aurea di questa o quella banca centrale che per le normali oscillazioni stagionali, nelle voci della bilancia dei pagamenti del suo Paese, subisse un deflusso d'oro. Una tal pratica, se applicata accortamente a oscillazioni manifestamente di breve periodo, avrebbe un duplice vantaggio almeno, su quella dei « prestiti diretti », che pare finora in vigore: celerità e riservatezza.

E non sono questi per certo vantaggi trascurabili, finchè si discute e si opera nel campo monetario: in quel campo, cioè, in cui le forze psicologiche esercitano spesso un'influenza non prevedibile.





# Indice

<i>Prefazione</i> . . . . .	Pag. 5
<b>MERCATO ITALIANO</b>	
Le riserve auree della Banca d'Italia . . . . .	» 15
Come il nostro istituto d'emissione manovra la politica dello sconto . . . . .	» 21
Per il rafforzamento del blocco-oro . . . . .	» 27
I « trends » nell'evoluzione del sistema bancario italiano . .	» 31
<b>MERCATO FRANCESE</b>	
Bufera sul franco francese . . . . .	» 39
Raccomandazioni alla Francia . . . . .	» 45
Prezzi e politiche monetarie . . . . .	» 51
<b>MERCATO SVIZZERO</b>	
Banche svizzere . . . . .	» 65
<b>MERCATO BELGA</b>	
Riforme bancarie in Belgio . . . . .	» 73
<b>MERCATO GERMANICO</b>	
Il sistema bancario tedesco in via di trasformazione . . . .	» 81
Debiti tedeschi . . . . .	» 89
Moneta e produzione . . . . .	» 95
<b>MERCATO CECOSLOVACCO</b>	
Un nuovo esperimento monetario: il cecoslovacco . . . . .	» 101
<b>MERCATO IMPERIALE BRITANNICO</b>	
Londra alla riconquista del « primato » . . . . .	» 111
Inflazione in Inghilterra? . . . . .	» 117
Politica monetaria britannica . . . . .	» 125
La Banca centrale del Canada e le sue caratteristiche . . . .	» 131
<b>MERCATO NORD AMERICANO</b>	
La politica americana degli acquisti d'oro . . . . .	» 141
Il <i>Gold Reserve Act</i> varato . . . . .	» 149
Incertezze . . . . .	» 155
<b>BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI</b>	
Perchè non si utilizza meglio la Banca dei Regolamenti Inter- nazionali di Basilea . . . . .	» 163
Cooperazione fra banche centrali . . . . .	» 169

**LIRE DIECI**